证券研究报告—深度报告

社会服务

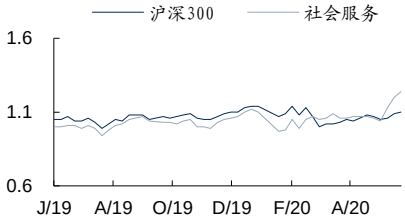
2020 年中期投资策略

超配

（维持评级）

2020 年 07 月 05 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《6 月投资策略：着眼大势，坚守龙头》——2020-06-12

《免税行业专题-香港旅游零售启示录：充分竞争下的高盈利》——2020-06-10

《行业快评：自贸港方案官宣，做大蛋糕是核心》——2020-06-02

《免税行业快评：免税板块再添新军，珠免借力资本平台谋求新成长》——2020-05-26

《社会服务行业 5 月投资策略：复园复学吹响积极信号，建议精选优质龙头》——2020-05-15

证券分析师：曾光
电话：0755-82150809
E-MAIL：zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003

证券分析师：钟潇
电话：0755-82132098
E-MAIL：zhongxiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003

联系人：姜甜
电话：0755-81981367
E-MAIL：jiangtian@guosen.com.cn

联系人：张鲁
电话：0755-81982991
E-MAIL：zhanglu5@guosen.com.cn

行业投资策略

坚守好赛道强龙头，兼顾行业复苏节奏

● **2020H1 回顾：疫情之下先抑后扬，免税板块尤其称雄**

20H1 受疫情影响，行业承压，但 A 股资金面活跃，外资整体净流入，对板块表现仍形成支撑。**纵向来看**，Q1 承压显著，Q2 环比复苏；**横向比较，免税、职教、在线教育**等疫情下逆势有支撑，而演艺、酒店、景区等受疫情拖累，建议跟踪龙头复苏及中线集中。**板块疫情下板块先抑后扬，免税尤称雄。**板块 Q1 跑输大盘 10pct；Q2 复工复产下下反弹跑赢大盘达 50pct，其中免税受益消费回流和政策利好，中国中免一骑绝尘，上半年股价+73%（Q2+129%），支撑旅游板块涨幅跃居各行业第二位。

● **子行业：疫情下分化加大，免税职教逆势走强**

免税：疫情下，政策利好+消费回流加速国内免税行业快速爆发，虽未来行业更趋有限竞争，王府井新获免税资质，但中免依托规模和渠道优势仍相对占优，电商布局加速其规模崛起。**演艺：**短有疫情扰动和限流影响，但存量项目已复园，新一轮项目扩张+演艺集群等助力中线成长。**酒店：**疫情下承压显著，但中线有望加速行业出清和龙头集中。**餐饮、国内游、博彩等**关注疫后复苏节奏；**出境游**仍承压。**职业教育**短期收入确认推迟，但扩招等有望支撑全年，未来跨赛道可期。**K12 培训**关注在线教育及语文赛道发力；**人力资源**中灵活用工有望迎新机遇。

● **中期投资策略：坚守好赛道强龙头，兼顾行业复苏节奏**

维持板块中长线“超配”评级。十年轮动看成长，“赛道+格局+质地”系核心，疫情行业龙头分化加速。展望下半年，综合成长格局、业绩确定性和短期催化，我们一方面仍继续重点战略配置中长线成长逻辑清晰，赛道+格局+质地优良，疫情下可部分受益的部分龙头，如：**中国中免、中公教育、立思辰、科锐国际、凯撒旅业（预期）**等；与此同时，从后续增量资金可能关注中线成长、复苏逻辑与估值水平差异化选股的思路，我们也建议积极关注**宋城演艺、锦江酒店、首旅酒店**等龙头。综合来看，中长线坚守“赛道+格局+质地”的龙头成长中枢，我们重点推荐：**中国中免、宋城演艺、中公教育、锦江酒店、立思辰、首旅酒店、科锐国际、凯撒旅业、科斯伍德、广州酒家、众信旅游、天目湖、中青旅、美吉姆、峨眉山 A、黄山旅游**等。

● **风险提示**

宏观系统性风险，汇率大幅贬值风险，政策低于预期，并购商誉风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS 2020E	EPS 2021E	PE 2020E	PE 2021E
601888	中国中免	买入	182.75	356,815	1.90	3.64	96.18	50.21
300144	宋城演艺	买入	18.80	49,156	0.21	0.64	88.97	29.50
002607	中公教育	买入	27.65	170,529	0.38	0.51	73.27	54.70
600754	锦江酒店	买入	32.48	27,583	0.85	1.32	38.15	24.53
300010	立思辰	买入	20.41	17,723	-0.04	0.41	-	49.78

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

上半年回顾：疫情之下先抑后扬，免税板块尤其称雄

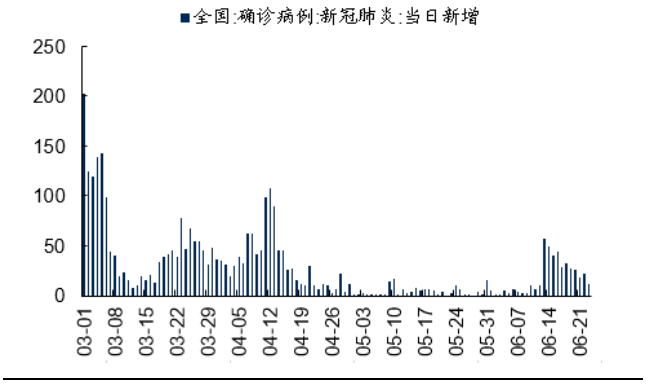
行业回顾：疫情之下普遍承压，免税等逆势有支撑

今年以来，受国内新冠肺炎疫情影响，在国内外疫情防控措施等因素影响下，行业普遍承压，仅免税、教育部分子行业等表现较突出。

目前国内疫情局势逐步向好。今年 1 月下旬至 2 月底，国内疫情处于集中爆发阶段，3 月以来单日新增确诊病例稳步下降，5 月整月单日新增确诊基本维持在个位数增长。在疫情基本得到控制的情况下，各省也陆续下调疫情应急响应等级，行业复工复产进度亦全面推进。虽然 6 月初以来北京地区疫情有所反复，但结合新浪财经报道，疫情防控专家张文宏表示，北京疫情属突然的、小范围的爆发，目前在可控范围内。综合来看，目前国内疫情整体形势已逐步明确，部分地区仍需谨防小范围复发风险。

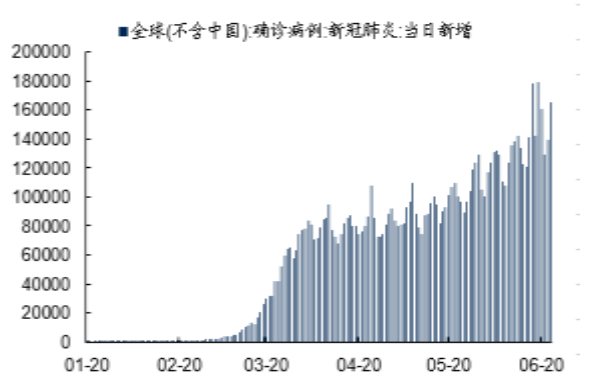
海外疫情仍处于高位平台期。截至 2020 年 6 月 23 日，全球（不含中国）累计确诊病例达到 926.43 万，涉及全球多数国家和地区。其中美国、巴西累计确诊病例均超过百万，目前来看，海外疫情整体仍处于高位平台期，后续仍需动态跟踪疫情进展。

图 1：3 月以来全国单日新增确诊病例



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：全球（不含中国）单日新增确诊病例



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

纵向来看，今年国内外疫情影响下，社会服务各板块普遍承压，其中 Q1 受影响相对较为显著，Q2 伴随国内疫情逐步得到控制，各行业整体复工复产开始逐步推进，行业 Q2 开始环比有所改善，但出入境等受制国外疫情仍持续承压。

横向来看，免税、职教、在线教育等板块表现相对突出，其他子板块则相对承压，建议关注环比复苏与中线行业集中度提升。具体来看，**免税**行业虽然出入境免税受制疫情，但因国内外疫情影响下，行业政策有望持续利好，虽然可能新增运营主体，但行业蛋糕有望持续扩容；二是海外疫情制约消费回流，叠加电商业务布局，海南离岛免税迅速恢复，日上直邮也部分对冲其线下机场免税压力。**职教板块**以中公教育为代表，虽然阶段线下培训受制和招录节奏可能带来季度扰动，但疫情下招录、考研等板块明显扩招，助力其持续成长，而 **K12 培训板块**以立思辰为例虽然线下培训阶段受制，但在线教育部分得益于疫情因素跨越式发展，其 K12 培训主业也相对有支撑。**人力资源**受宏观及疫情影响，猎头及 RPO 业务承压，但企业用工方式转变等有望催化灵活用工行业发展。

演艺板块，宋城演艺上半年因疫情承压显著（存量项目停业），但其存量项目以自有物业为主，成本费用控制良好，过往现金流储备较充分，抗风险能力有支撑，且 6 月 12 日公司旗下存量景区全线复园，6 月 22 日西安项目开业，未来

随着新项目逐步开园及演艺集群不断丰富成长仍值得期待。**酒店龙头** Q1 全面承压，目前经营环比也逐步回暖，且疫情下有望加速行业出清，龙头外延扩张包括并购扩张未来也有望提速。其他**餐饮、景区、博彩**等行业建议跟踪其复苏进程，**出境游**等还需关注海外疫情进展。

表 1：2020 年上半年社会服务行业回顾一览

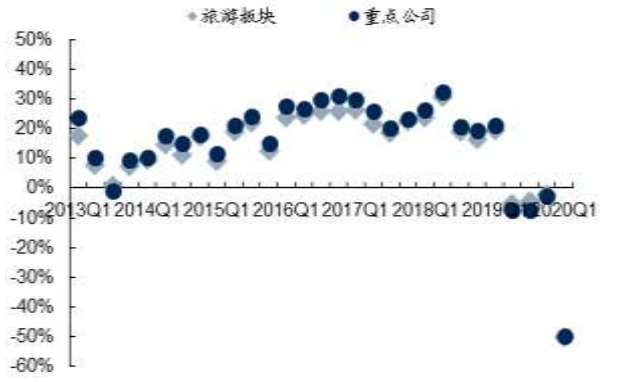
行业	上半年经营表现	其他要点
免税	1、海南离岛免税：虽因疫情阶段关店，Q1-30%，但 3 月渐恢复，5 月+148%，年初至 6 月初累计销售额已与去年同期持平，补购+促销等支持下受益消费回流，恢复明显； 2、出入境线下免税承压显著，但日上直邮也部分对冲机场免税压力。	海南自贸港政策官宣，免税额度增至 10 万、取消单次购买限额、丰富品类、放宽件数限制等，运营主体或增加；发改委 3 月意见显示市内店政策渐近，强调顶层设计；王府井新获免税资质；珠免拟注入格力地产。
演艺	龙头宋城演艺上半年因疫情影响承压显著，但其存量项目 6 月 12 日已全面复园、西安新项目 6 月 22 日开业，上海项目预计今年暑期营业，轻资产新郑项目预计今年 Q4 营业，整体有望逐步进入恢复周期。	6 月北京局部扰动可能影响短期出游情绪，未来也不能完全排除局部反复可能，但从大范围内，国内疫情预计已较可控，加上出境游承压，预计国内旅游演艺未来仍有望逐步进入恢复周期。
酒店	Q1 经营全面承压，Q2 以来有所改善，其中华住酒店入住率 6 月 20 日达 74%，RevPar 恢复至同期 65%，5 月 EBITDA 转正，展店继续优秀；锦江、首旅预计 Q2 以来也有所恢复。	疫情下承压，但单体酒店有望加速向连锁酒店转化；二是行业承压可能衍生龙头并购整合机遇，有望加速龙头集中。
出境游	疫情后各目的地承压明显，后续仍需关注海外疫情进展，相关龙头积极尝试其他部件。	
国内游	承压明显，但随着国内疫情缓和，环比有所改善，周边游有望率先复苏。	
职业教育	以中公教育为代表，虽然疫情下招录考试及培训推迟，但随着招录的重启，再加上招录、考研等板块明显扩招，下半年有望迎来培训及收入确认高峰期，全年仍有支撑。	疫情不改公司成长逻辑，短看招录、中看学历提升、长看职业技能，递进发展。
K12 教育	以立思辰为例虽然线下培训阶段受制，但在线教育部分得益于疫情因素跨越式发展，其 K12 培训主业也相对有支撑。	
人力资源	受宏观及疫情影响，猎头及 RPO 业务承压，但疫情倒逼企业用工方式转变等，有望催化灵活用工行业发展。	政策鼓励灵活用工，并逐步完善法律制度环境。
餐饮	1-5 月餐饮收入累计同减 36.5%，但行业环比逐步复苏。	
博彩	1-5 月赌收累计同减 73.7%，5 月环比有所改善。	

资料来源：流通发展司、各公司公告、各地旅游官网、国家统计局、澳门统计署等，国信证券经济研究所整理

财报回顾：疫情之下承压显著，板块整体业绩亏损

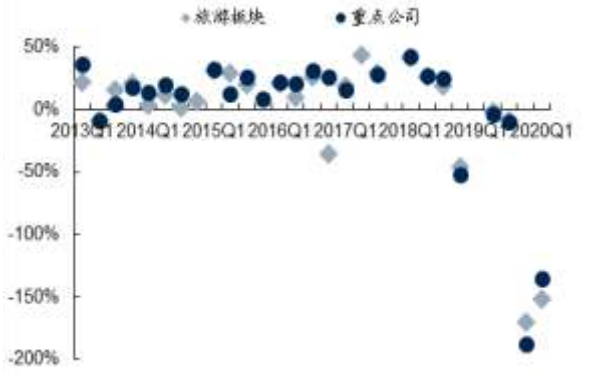
疫情影响下，板块 2020Q1 旅游板块整体承压明显，收入同比下滑 49.45%，业绩同比下滑 151.15%，扣非业绩同比下滑 193.70%，板块整体业绩出现亏损。2020Q1 重点公司营收下滑 48.64%，业绩同比下滑 135.52%，扣非后同比下滑 166.37%，整体仍然显著承压。

图 3：旅游板块各季度收入增长情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：考虑了追溯调整的影响

图 4：旅游板块和重点公司业绩增长情况

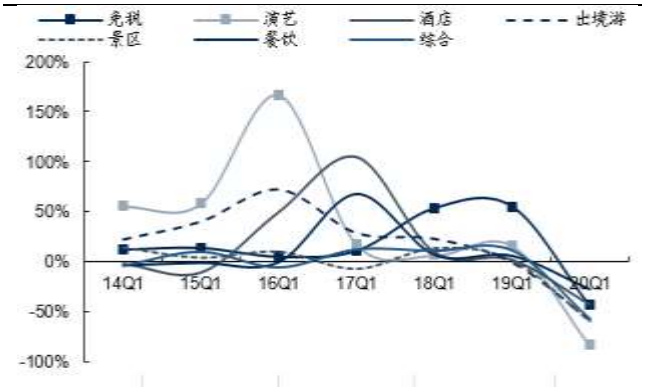


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：考虑了追溯调整的影响

具体看各板块表现，**免税板块**中国中免 2020Q1 营收同比下滑 44%、业绩同比下滑 105%，出入境免税和三亚免税业务均承压，其中三亚店预计仍实现盈利（电商发力+离岛免税补购等政策支持），但北京、上海、香港等机场免税因全额计提保底租金拖累承压显著，导致公司一季度整体业绩亏损 1.20 亿元。**演艺方面，**宋城演艺营收同比下滑 84%，业绩同比下滑 87%，扣非业绩同比下滑 95%，景区闭园叠加六间房出表，公司收入和盈利大幅承压，期内盈利主要系花房投资收益+政府补贴影响，主业基本持平，其中轻资产确认对冲核心项目关停影响。**酒店板块**收入同

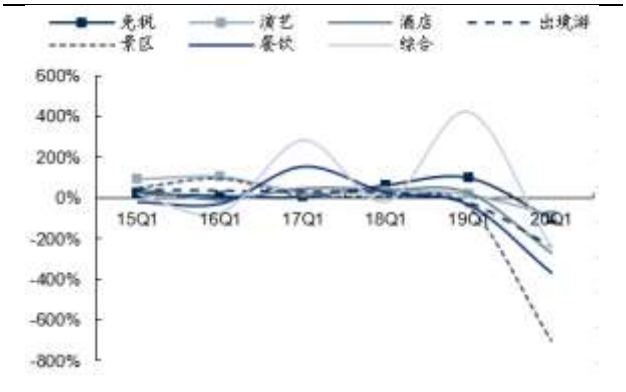
比下滑 43%，业绩同减 266%承压显著，其中**锦江酒店**非经常性损益对公司 Q1 业绩影响较大。**出境游板块**，国内外疫情下收入、业绩全面承压。**餐饮板块**收入同比下滑 27%、业绩同比下滑 369%，其中广州酒家速冻业务发力对冲其餐饮收入的下滑。**景区板块，**本身成本较刚性，业绩同减 702%。

图 5：2020 年 Q1 各板块收入增速情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：以上测算考虑了追溯调整的影响

图 6：2020 年 Q1 旅游各板块业绩增速情况

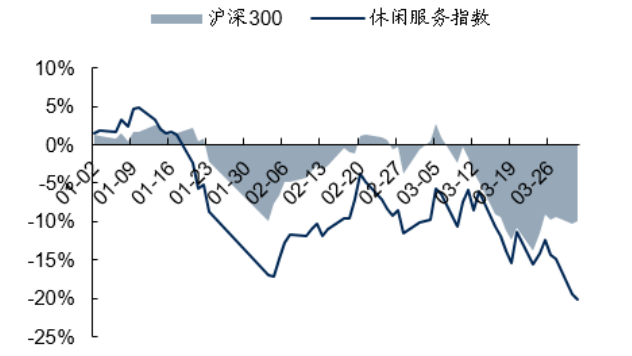


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：以上测算考虑了追溯调整的影响

板块复盘：疫情之下先抑后扬，免税板块尤其称雄

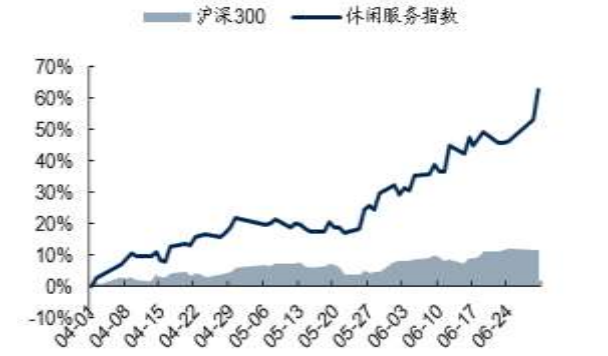
疫情下板块先抑后扬，免税板块尤其称雄。2020 年 1 月下旬国内爆发新冠疫情，全国范围实施居家隔离，行业承压下，各子板块经营均受到不同程度影响，阶段回调显著。具体来看，2020Q1，沪深 300 下滑 10.0%，申万休闲服务指数下跌 20.1%，整体跑输大盘 10.1pct。4 月以来，国内疫情形势整体向好，复工复产全面推进下，各子板块经营逐步复苏。其中免税行业政策有望持续利好，海外疫情发酵下加速消费回流，助力国内免税蛋糕有望不断扩容，叠加免税龙头积极电商业务布局和离岛免税线上线下促销发力，Q2 以来国内免税销售开始持续向好。依托最大权重股**中国中免**的带动，**板块 Q2 整体逆势增长高达 62.7%，跑赢沪深 300 指数高达 51.3pct，表现尤其突出。**整体来看，截至 6 月 30 日，**2020H1 休闲服务指数累计上涨 30.1%，跑赢大盘 29.8pct，涨幅排名跃居各行业第 2。**

图 7：2020Q1 休闲服务指数承压下滑 20.1%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

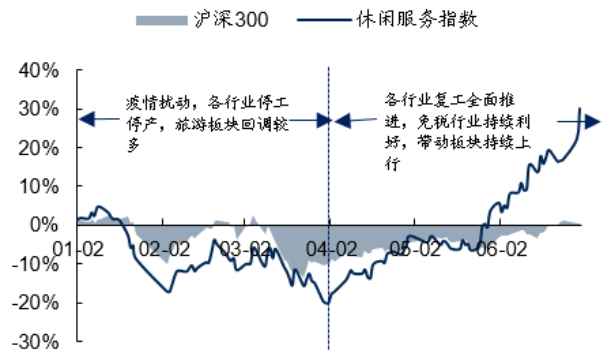
图 8：2020Q2 休闲服务板块强势反弹，上涨高达 62.7%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

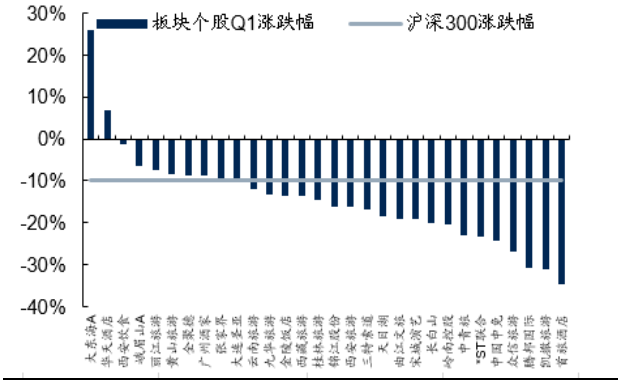
个股层面：疫情下 Q1 整体回调，Q2 开始反弹，中国中免表现尤其靓丽。具体来看，2020Q1，**休闲服务板块**除大东海 A（+26%，海南板块概念）、华天酒店（+7%）等题材股逆势上涨外，其余个股均出现不同程度回调，仅峨眉山 A（-6%）、丽江股份（-8%）、黄山旅游（-9%）、广州酒家（-9%，餐饮承压，速冻发力）相对跑赢。但板块免税、演艺、酒店、出境游等龙头均股价均回调 20-35%，下跌显著，其中**中国中免 Q1 股价**下跌 24%既有疫情影响，也叠加海南免税牌照放开的担忧。

图 9：2020H1 休闲服务指数整体上涨 30%，居各行业第二



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

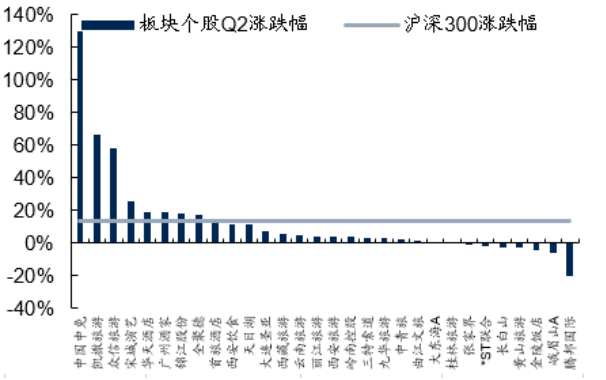
图 10：2020Q1 疫情影响下旅游板块个股普遍回调



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

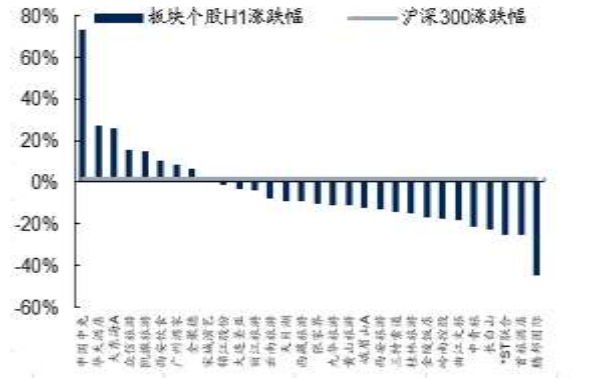
Q2 以来国内疫情缓和，行情有所分化，免税龙头强势领涨。4 月以来，国内疫情形势逐渐缓和，行业各子板块复工复产全面推进，部分免税等子行业孕育新机遇，2020Q2 **中国中免大涨高达** 129.2%，主要得益于消费回流和政策利好下国内免税蛋糕有望持续扩容。此外，**凯撒旅业**（+66.2%，海南自贸港概念、与中出服合作争取免税业务布局等）、**众信旅游**（+57.9%，超跌反弹、布局 MCN 等）、**宋城演艺**（+25.4%，复园在即、中线逻辑支撑）、**广州酒家**（+18.5%）、**锦江股份**（+17.7%）、**首旅酒店**（+14.3%）同样也较为突出。需要说明的是，演艺、酒店龙头 Q2 曾阶段反弹更突出，但 6 月 11 日北京疫情后又有所受制。

图 11：2020Q2 旅游板块个股：中国中免领涨 129%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 12：2020H1 休闲板块个股涨跌幅：中国中免领涨板块

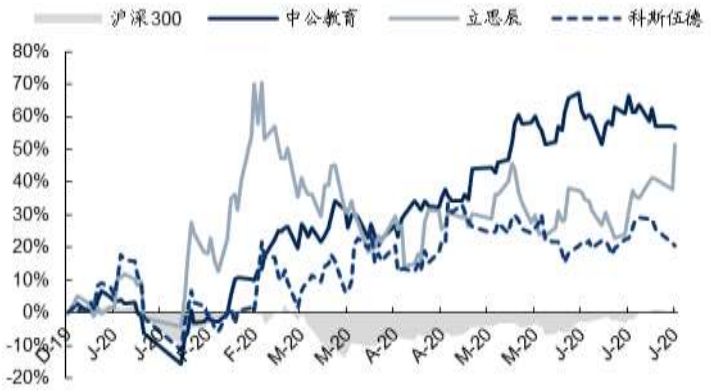


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

整体来看，截至 6 月 30 日，A 股休闲服务个股涨跌幅前五分别为**中国中免（+73.2%）**、华天酒店（+27.1%）、大东海 A（+25.9%，海南概念等）、**众信旅游（+15.4%）**、**凯撒旅业（+14.6%）**，其中板块最大权重股中国中免对板块整体表现贡献卓著，而首旅酒店（-25.4%，直营占比较高，短期承压显著）、中青旅（-21.4%）、桂林旅游（-15.1%）等重点公司相对承压。

此外，A 股教育板块方面，我们重点关注职教龙头**中公教育**与 K12 大语文龙头**立思辰**，今年截至 6 月 30 日二者分别上涨 56.5%、51.6%，领涨 A 股教育板块；与此同时，科斯伍德上半年累计上涨 20.4%，表现也较为突出。

图 13：2020 年上半年中公教育、立思辰、科斯伍德涨势靓丽



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

子行业详解：疫情下分化加大，免税职教逆势走强

免税：疫情之下，政策利好+消费回流加速行业显著扩容

基本面跟踪：消费回流下离岛免税逐步加速，出入境免税承压但线上直邮接力

今年受疫情影响，中免出入境免税业务承压显著，加之机场固定保底租金压力，对公司盈利成长拖累显著。与此同时，公司海南离岛免税也阶段承压（三亚和海口线下免税店 1 月 26 日至 2 月 19 日关店），但此后随着公司的积极应对，海南离岛免税依托线上线下发力，消费回流下部分区域预计也恢复性增长。同时，**上市公司今年 6 月由中国中免正式更名中国中免，聚焦免税进一步强化。**

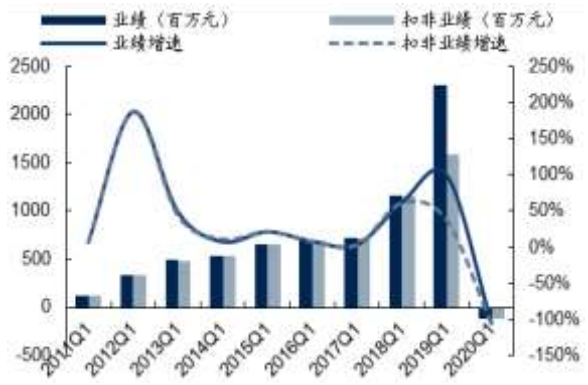
具体来看，2020Q1，公司实现营收 76.36 亿元/-44.23%，归母业绩亏损 1.20 亿元/-105.21%，扣非后业绩亏损 1.20 亿元/-107.55%，系公司上市以来首次亏损。其中，我们预计三亚免税店 Q1 收入下滑 40%，但整体仍盈利。首都、上海、香港等机场免税受疫情影响下滑显著，同时因机场固定保底租金拖累，我们预计暂全额计提租金下，参考少数股东损益 3.55 亿，我们预计上述业务 Q1 亏损拖累 3-4 亿元，是拖累公司一季报的主因。

图 14：中国中免 2020Q1 收入同比下滑 44%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15：中国中免 2020Q1 业绩亏损 1.20 亿元



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情后，公司积极争取各方支持，线下线上积极发力减少损失，不过，受国内外疫情发展态势差异，公司出入境免税和离岛免税业务发展呈现出不同特点。

海南离岛免税业务：中免一是线下优惠促销，推动线下三亚店等消费回暖。自 2 月 19 日恢复营业以来至 3 月 3 日，通过线上线下发力，离岛免税补购等，海南三地四家免税店合计实现销售额 12.83 亿元、购物人数 18.35 万人次，主要业务指标均恢复至去年同期的八成左右。据海南省旅文厅 5 月 6 日提供的数据，2020 年五一长假期间，海口、三亚、博鳌三家免税店购物总人数超过 7 万人次，销售额近 3 亿元人民币，若按日均可比口径测算，我们估算销售同增约 40%+。截至 6 月初，据证券时报报道，免税店已基本恢复到疫情前的销售情况，部分日韩及香港消费需求回流至海南。结合三亚旅游官微 6 月报道，**2020 年 5 月，海南省免税品实现销售额 19.77 亿元，同比增长 147.9%。**5 月 6 日海南省出台《关于进一步采取超常规举措确保完成全年经济目标的实施意见》，提出“积极推动离岛免税新政”以及“加快落地离岛免税购物新政策，**推动中免集团全年免税品销售额突破 300 亿元”。**二是线上方面，3 月海南省推出线上增加**离岛免税补购功能**，离岛旅客在 180 天内可在补购线上平台继续选购。离岛免税补购表现良好，上线一个月销售额即达到 8112 万元。同时海口日报报道，截至 4 月 19 日，海口机场免税店官网 2020 年销售额逾 2 亿元，接近 2019 年官网全年销售额。预计随着公司不断推进，离岛免税线上补购规模亦相当可观。

图 16：海南离岛免税增长：今年 5 月同比增长 148%!



资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

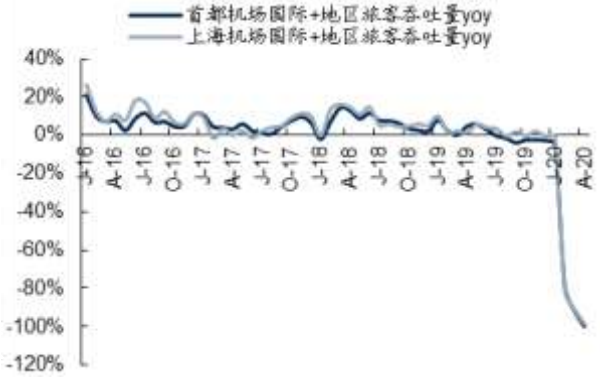
图 17：中免三亚免税店销售额:Q1 承压，Q2 以来反弹



资料来源：公司公告，海口海关等，国信证券经济研究所整理

出入境免税线下承压，线上直邮作补充。从京沪港三大机场的客流情况来看，受疫情及民航局“五个一”调减国际客运航班量的政策影响，2020 年 1-5 月京沪港三大机场客流同比下降 75.3%、74.3%和 73.8%。其中，2020 年 Q1 京沪港三大机场客流同比下降 57.8%、57.8%和 56.5%，4-5 月同比下降 99.8%、98.7%和 99.5%。6 月 4 日民航局调整国际航班，规定“在维持现有国际航班的基础上，6 月 8 日起允许外国航空公司增加航班，最多达到每周 2 班”，但具体还要视疫情控制情况而定，若无感染乘客则运力可继续提升，但若有一定数量感染者则会暂停一段时间航班。后续预计出入境线下免税仍需持续跟踪国际疫情进展。

图 18：京沪机场国际+地区旅客吞吐量及当月同比



资料来源：首都机场、上海机场公告，国信证券经济研究所整理

图 19：香港机场旅客吞吐量及当月同比



资料来源：香港国际机场，国信证券经济研究所整理

在此背景下，公司也适时推出北京、上海**日上直邮、cdf 会员购**等平台，发力电商业务。**结合我们此前深度报告《免税行业专题-电商业务：免税龙头的另一面》等的分析，**如下表所示，**中免的电商平台主要借助既有会员优势和规模采购下的价格优势，**一般多数针对有出入境信息的特定人群，限制件数或占用跨境电商额度进行销售，并按照相应规定补齐税款。我们认为，中免通过下列电商平台销售。虽然需要补税，但考虑相关税率（跨境电商模式下一般香化综合税率为 9.1%，高端香化为 23.1%，一般贸易模式下预计综合税率 30%~40%），总体仍低于目前国内枢纽机场租金综合扣点率（按销售额扣点提成 40%+）。与此同时，由于上述销售基本针对系特定对象销售，主要拓展日上原有会员或中免原有会员及其邀请客户，因此推广成本相对非常可控。**综合来看，中免上述电商销售不仅对公司短期盈利有望带来良好的补充，未来还有望通过积极争取与品牌商、相关部门支持，在合规补税下争取常态化运营，成为公司中长线成长新渠道新看点。**

表 2：中免疫情后线上平台

分类	海南离岛补购	CDF 会员购	日上上海直邮	日上北京直邮	CDFI 中免国际
推出时间	2020 年 3 月 17 日	预计 2020 年 5 月左右	2020 年 Q2	2020 年 Q2	今年 3 月
购买资格	年满 16 周岁，自离岛之日（乘飞机、船、火车均可，部分航空公司除外）不超过 180 天且在海南购买过离岛免税商品的旅客。	180 天内有入境记录：提供身份证件、入境证件、入境日期等。	在携程、 浦发银行 app、微信小程序玩转全球免税上支付一定金额获得直邮券（有积分限制），不限制入境时间，都可享受直邮。	先是日上免税行北京公众号抽取此前会员，需要此前入境航班信息等审核信息成功后可购买	不需要出入境记录，仅限香港地区购买
购物数量限制	化妆品 12 件，香水 8 件，首饰、手表 6 件，美容仪器、眼镜、箱包、婴儿配方奶粉 4 件。	香化等为主，无件数等限制	单品限购 5 件(部分商品除外），总数上限 20 件，部分券仅支持单品 3 件等。	无	无
限购额度	个人补购额度=个人年度离岛免税总额度 30000 元-个人年度累计已使用免税额度-个人年度累计已使用补购额度。	每单订购限额 5000 元 ，占用跨境电商年度个人额度（年度限制 26000 元）。	不同券注册各有差异，1500 元起，上限 12000 元，也有仅限 20 件，但不限金额	每单订购限额 5000 元 ，占用跨境电商年度个人额度(年度限制 26000 元）。	不受额度限制
提货方式	邮寄	邮寄，仅支持中国大陆地区。	邮寄，大陆地区	邮寄，大陆地区	香港境内可以邮寄
促销	最高可享受 7.5 折优惠或返 25%电子现金券；部分商品 7 折折扣。	5 月 30 日-6 月 5 日，全场 75 折，单笔消费满 2000 元享折上折；会员每日限购 3-6 件不等。	部分商品有 8.5/9.5 折折扣。	部分商品有 8.5/9.5 折折扣。	不同阶段促销活动不同，部分商品有 8.5/9.5 折折扣。

资料来源：公司官网，公司官方微信公众号，各类子公司官微、小红书等，国信证券经济研究所整理

此外，在香港区域，虽然 2019 年下半年局部事件及 2020 年以来的疫情对其香港机场及市内免税业务有负面拖累，但公司今年上半年依托市内店支撑较快推出了 **CDFI 中免国际线上购，**上线了护肤美妆、红酒等商品，针对香港岛内销售，可以不限额度，可邮寄可自提，借助其机场品牌和规模品类优势，也积极探索扩充新的收入来源，部分减少香港区域承压下香港机场和市内免税店压力。

从疫情下租金调整的情况来看，结合 TFWAnews、穆迪报道、DFE 等 6 月报道，韩国交通运输部表态讲进一步减少韩国免税商在机场的租金，**将韩国机场设有商业设施的大中型企业的租金减免幅度提高到 50%，将中小型企业的租金减免幅度提高到 75%，减少持续了六个月（3 月至 8 月）**，直到机场达到去年客运量的 60%。此外，在 3 月至 8 月期间，预计还将另外减少约 284 亿韩元，而特许经营权人和其他机场商业设施使用者预计将节省总计 4800 亿韩元的租金。政府还延长了最初的 3 月至 5 月的付款延期期限，从 3 月至 8 月最多六个月。

表 3：韩国政府出台机场免税商租金优惠减免政策

期限	降费类型	降费金额	补助金额	降费标准
2020 年 3-8 月	降租	将在机场设有商业设施的大中型企业的租金减免幅度提高到 50%，将中小型企业的租金减免幅度提高到 75%	租金减免金额合计达到 4008 亿韩元，其中，大型零售商减免 3718 亿韩元，小型零售商减免 290 亿韩元；新世界免税店减免 1000 亿韩元，新罗免税店减免 860 亿韩元，乐天免税店减免 580 亿韩元	机场达客运量低于去年同期的 60%
2020 年 8 月以后	降租	大型零售商的租金减免措施将恢复为 20%，小型零售商将为 50%		机场达客运量恢复至去年同期的 70%以上
2020 年 8 月以后	降利率	年度利息支付责任将从仁川的 15.6%和韩国其他地区的 8%降低到所有运营商的 5%		企业 8 月以后仍无力支付租金

资料来源：TFWAnews、穆迪报道、DFE，国信证券经济研究所整理

结合国外的情况及目前疫情下各方减租的背景，我们预计全年来看，上述枢纽机场保底租金仍有望部分下调（其中部分本身含租金客流调整条款），因此全年来看中免今年 Q1 可能系最悲观情况，后续不排除修正可能。

政策面：海南自贸港官宣，市内店政策有望渐进，王府井新获免税资质

海南自贸港官宣，短期有望直接利好，中线或有限竞争但中免预计仍有支撑

2020 年 6 月 1 日，据新华社报道，中共中央、国务院印发了《海南自由贸易港建设总体方案》，确定了海南自贸港建设的总体大致方针，并明确了 2025 年、2035 年、本世纪中叶的建设目标。同时，为落实《总体方案》要求，进一步释放政策效应，高质量建设自由贸易港，经国务院同意，6 月底财政部、海关总署、税务总局发布**《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，自 7 月 1 日起实施**。我们重点关注以下几个方面：

1）旅游零售层面，海南自贸港政策落定，岛内居民正面清单内可免税购物，但初步预计与离岛免税并不必然等同。一是需要跟踪正面清单变化，初期二者品类可能差异；第二，即使中线正面清单逐步放开，与离岛免税的品类有所交叉，岛内居民消费可以免税购买，但预计并非可无约束带离出岛。考虑对国内有税市场冲击，**我们预计海南离岛免税未来或仍需遵循相应额度管控规定。**

2）放宽离岛免税购物额度至每年每人10万元，扩大免税商品种类。具体来看，一是每人年免税额度从3万提高到10万，且直接取消单件商品8000元免税限额规定，预计未来精品销售有望有效扩容；二是有**效扩大免税商品种类，**增加电子类商品（手机、平板电脑、无线耳机、电子游戏机等）、酒类（啤酒、红酒、清酒、洋酒及发酵饮料）及部分保健品等**7种商品；三是**香水不再限制件数（之前限制为8件）、化妆品件数由12件增加至30件、新增的手机品类限制件数为4件、酒类为不超过1500ml，有助于海南离岛免税市场持续扩容。再叠加海南离岛免税补购政策，短期有望直接利好中国中免近几年的持续成长。**我们预计，在各方面政策利好，品牌商支持，公司线上线下共同发力下，2020年公司海南离岛免税消费有望同比大幅增长，预计全年总销售额上看200亿元+，甚至不排除有望完成海南省300亿目标，从而对公司整体业绩形成一定支撑。**

表4：海南离岛免税政策调整梳理

政策实施时间	关键词	说明
2009年12月	政策提出	国务院《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，提出研究离境退税及离岛免税购物政策
2010年6月	政策进一步明确	《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》获批，提出建设离岛及离境免税店
2011年3月24日公布，4月底运行	离岛免税政策公布	试运行离岛免税政策试点，限额（5000元），限龄（年满18周岁），限购物次数（岛内居民1次/年，非岛内居民2次/年），限品类件数（18种商品，香水2件，化妆品5件）
2011年3月24日	离岛免税政策解读	财政部官员解读“离岛免税”政策试点时提到“国家决定在海口、三亚两地各开设一家离岛免税店进行试点”
2012年11月	政策额度等调整	限额提高至8000元，年龄降低至16岁，品类拓宽至21种等方面，相比2011年，香水5件、化妆品8件。
2014年1月	政策小范围突破	三亚免税店试点实施“即购即提、先征后退”和“特殊情况下邮寄送达”的购物模式
2015年3月	政策再次调整	增加17类免税品种（如婴儿配方奶粉等），放宽10种热销商品的单次件数限制，香水8件、化妆品12件。
2016年2月	政策再次调整	免税额度增至16000元，取消非岛内居民购物次数限制，同意三亚和海口免税店开设网上销售窗口
2017年1月	政策小范围突破	铁路离岛旅客可在三亚店或通过三亚和海口免税店的网上销售窗口购买免税商品并在海口火车站提货点提货
2018年2月	新增免税提货点	三亚免税店琼海博鳌机场提货点启用
2018年4月	新增免税提货点	琼海博鳌机场新增海口免税店提货点
2018年12月	**政策再次调整**	**免税额度增至30000元（包含岛内居民旅客），取消岛内居民购物次数限制，增加部分医疗器械商品**
2018年12月	**政策再次调整**	**将乘轮船离岛旅客纳入了海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围**
2019年1月	**新设免税店**	**新设海口、博鳌市内免税店，于2019年1月19日正式开业**
2020年6月	**上调免税额度**	**放宽离岛免税购物额度至每年每人10万元，扩大免税商品品类**
2020年7月	**政策再次调整**	**从7.1开始，取消单件商品8000元免税限额规定，免税品类由38种增至45种（增加3C、酒类、保健品等），化妆品件数限制从12件提至30件、香水不限件数、手机4件、酒类1500ml**

资料来源：财政部，阳光海南网，商务部、中国新闻网等，国信证券经济研究所整理

3）免税牌照：未来海南将新增离岛免税主体，但预计整体仍系国内免税商牌照经营，中免依托规模和渠道优势仍相对有支撑。根据《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》第四条：**具有免税品经销资格的经营主体可按规定参与海南离岛免税经营。**换言之，未来海南预计将新增离岛免税主体。我们认为，结合此前海南日报、三亚日报等媒体对海南全岛免税等相关报道，市场对于海南离岛免税牌照的局部有限放开本身有所预期，**且本次政策进一步明确表明需要具有免税品经销资格的经营主体可按规定参与海南离岛免税经营，因此海南离岛免税在目前政策框架体系下预计仍然系持牌照经营，并未直接涉及包括外资。**

并且，面对海南离岛免税市场可能新增竞争对手的局面，中免也在积极应对，目前已在三亚市区增设2家体验店，未来正积极争取新的三亚市区免税店并与海航合作争取三亚机场免税店等。整体来看，结合我们此前《行业专题：韩国市内免税40年启示录：牌照之上，规模永恒》、《免税行业专题-从产业链上下游，再论牌照与规模》、《海南新一轮免税细化措施出台，做大蛋糕是核心》等报告分析，**中国旅游集团及其旗下中免在海南免税市场已经占据充分优势卡位，**

再经过几年的强化和培育，不排除有望成为全球免税第一规模支撑，后续即使新增新的免税运营商，虽然短期有一定价格战扰动，但其在海南的核心优势已经较难打破。新进入者的难度和壁垒也大大增加。**综合来看，中免依托规模和渠道优势，叠加先发优势下积累的会员体系基础，通过线上线下发力（线上补购等操作），其相对优势仍有支撑。**

表 5：国内免税运营商基本情况

运营商	背景	牌照	现有经营区域	2019 年收入规模
中免	央企	出入境免税牌照，海南离岛免税牌照，离境外国人市内免税店牌照	京沪广等枢纽机场免税店，黑河等边境口岸店，三亚海棠湾免税店等	470 亿+
中出服	央企-国药集团旗下	出入境免税牌照，出国归国市内免税店牌照	北京、上海、南京等部分市内店，重庆机场进境店，天津邮轮进境店等	预计 15-30 亿
深免	深圳国企	出入境免税牌照	深圳各边境口岸免税店，西安机场进境店等	预计 15-30 亿
珠免	珠海国企	出入境免税牌照	珠海各边境口岸免税店、天津机场进境店等	27 亿
海免	中免持股 51%，海南国资持股 49%	海南离岛免税牌照（无出入境免税牌照）	海口机场、日月广场市内免税店，博鳌市内免税店	32 亿
日上	中免控股 51%	无	历史原因经营北京、上海机场免税店，后被中免收购 51%控股权	237 亿
王府井	北京地方国资	免税经营资质	2020 年 6 月 10 日颁布	免税 0，有税及其他 268 亿

资料来源：国务院，财政部、商务部等政府公开网站，公司公告等，国信证券经济研究所整理

表 6：中国旅游集团与海航合作，且后续有望增设三亚市内店和三亚机场免税店

分类	说明
1	在海南省推动下（海南省委主要领导多次提出希望中国旅游集团在加大对海南投入的同时，考虑与海航这样的本土企业合作），中国旅游集团（中国中免控股股东）与海航集团 4 月 11 日签订战略合作协议，双方将在航旅产业、免税业务、资产项目等多个领域开展合作，推动海南自贸区(港)建设与消费升级。
2	在巩固和优化现有离岛免税业务之外，**双方还将扩大日月广场市内免税店经营面积和经营品类，推动在三亚凤凰机场新增离岛免税店项目落地。**
3	中国旅游集团副总经理李刚表示：**中旅在三亚设立的两家体验实体店将于 13 日正式开业（据 DFE 报道，体验店一家位于三亚市凤凰路即机场附近；另一家体验店位于三亚市某旅游景区，暂无进一步信息），并将配合海南省人民政府尽快增设三亚市内及机场两家离岛免税店。**

资料来源：万得通讯社、中国新闻网，免税零售专家等媒体，国信证券经济研究所整理

此外，根据 6 月 1 日自贸港新政，海南自贸港内鼓励支持行业中符合规定的企业将减按 15%征收企业所得税。考虑中免目前总部已迁址海南，预计也符合相关条件，加之海南三亚免税店+海免对其盈利贡献卓著，未来上述所得税率优惠若落地，对公司盈利成长有直接支持。同时，结合我们 6 月 10 日**最新深度外发《免税行业专题-香港旅游零售启示录：充分竞争下的高盈利》中的相关分析，**即使香港全面竞争模式下，参考对 SOGO、SASA、卓越等详细的财务分析，**仍验证在香港良好发展时期，旅游零售商竞争与高盈利的共存性原理。**鉴于此，未来伴随海南离岛免税蛋糕的不断做大和市场的良性发展(牌照渐近调整的前提下)，我们对中免未来长线在海南依托规模、卡位优势，加之自持物业下的免税盈利成长仍有坚定信心。

表 7：莎莎和卓悦经营数据对比总结

	销售规模（港元）	人工/收入	租金/收入	毛利率	净利率
莎莎	36 亿-90 亿（高峰期：77 亿-90 亿）	13%-14%	10%-13%	41%-47%（高峰期: 44%-47%）	4%-11%（高峰期: 9%-11%）
卓悦	15 亿-30 亿（高峰期：26 亿-30 亿）	11%-15%	10%-23%	34%-47%（高峰期: 42%-47%）	-10%-9%（高峰期: 8%-9%）

资料来源:公司财报，Wind，国信证券经济研究所整理
注意：卓悦 2014 年销售额取持续经营业务销售额

发改委 3 月意见强调顶层设计，国人离境市内免税政策有望渐进

今年 3 月中旬，发改委发布促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见，明确指出：“以建设中国特色免税体系为目标，**加强顶层设计。科学确定免税业功能定位，坚持服务境外人士和我出境居民并重，加强对免税业发展的统筹规划，健全免税业政策体系。完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内**

免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。**扩大口岸免税业务，增设口岸免税店。**根据居民收入水平提高和消费升级情况，适时研究调整免税限额和免税品种类。在免税店设立一定面积的国产商品销售区，引导相关企业开发专供免税渠道的优质特色国产商品，将免税店打造成为扶持国货精品、展示自主品牌、传播民族传统文化的重要平台。”

结合我们今年3月16日免税行业报告《顶层设计宣示地位 刺激内需空间广阔》中的分析，我们核心判断如下：

1、国人离境市内免税店政策呼之欲出，预计今年内有望落地。文件明确“服务境外人士和我出境居民并重”+“完善市内免税店政策”，从服务我国出境居民的角度，国人离境市内免税店政策呼之欲出，不排除有望今年内有望落地。

2、“顶层设计”+“建设一批”具有突出纲领意义，预计离境市内店政策有望涉及国内众多一二线城市，体量庞大。本次市内免税店政策冠以“顶层设计”之名，纲领性意义极强，并强调“建设一批中国特色市内免税店”等，因此本次国人市内免税店政策范围可能突破此前境外人士市内免税店5家试点城市的限制，中长线或有望适用全国范围内，即有良好出境客源支撑、有出境机场提货渠道支持的城市原则上就可能开设市内免税店，因此不排除包括国内一二线诸多城市。当然实际操作中，也不排除首期部分城市先试点。

3、国人离境市内免税店空间展望测算：短看城市落地节奏，中看百亿+空间，长看出入境免税业务翻番。结合我们上述报告，若国人离境市内免税店政策突破，在不同假设情况下，我们预计其规模空间如下表所示。并且，若未来国内一二线城市皆有望落地国人离境市内免税店，且免税额度、品类及渠道有支持（包括网点和线上支持），通过有效的经营管理、品类丰富，我们大胆预计国内离境市内免税店长线空间有望再造现有出入境免税市场规模，从而带动国内出入境免税市场近翻番增长。

表8：京沪市内店空间展望：假设与测算

免税额度假设	京沪首年渗透率假设	京沪首年客单价	京沪首年规模假设	2-3年渗透率	2-3年客单价	京沪市内店2-3年空间	考虑深广及其他二线城市空间，2-3年中线空间预计
8000元/次	4-6%	1500-2500元	22-55亿元	6-8%	3000-4000元	65-117亿元	75-150亿元
13000元/次	4-6%	2000-3000元	29-65亿元	6-8%	3500-4500元	77-131亿	100-180亿元
30000元/次	4-6%	2000-4000元	30-100亿元	6-8%	4500-7000元	131-203亿元	150-400亿元

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理假设与测算

竞争格局：可能有新的持牌商进入，但预计总体系有限竞争，且中免依托规模渠道优势有望相对受益，其他参与者也有望共同受益消费回流、政策支持下国内免税蛋糕的协同做大。目前来看，国人离境市内免税店政策具体方案待进一步跟踪，但考虑免税本身系国家财政的让利，参考此前出入境政策特点等，我们仍预计即使可能新的参与者进入，平衡多方包括地方利益，但整体仍预计**有限竞争的格局。**并且，品牌品类优势和综合运营实力等预计也将成为我国未来市内免税运营商最主要的考核因素（取决于政策各地细则如何制定，如何确定当地免税运营商等）。换言之，中免凭借其规模、直采和渠道优势，预计有望直接受益于国人离境市内免税店政策放开。但与此同时，伴随国内免税蛋糕的持续做大，其他参与者也有望受益，共同做大蛋糕且强化产业协同效应。

王府井获得免税品经营资质，国内免税板块添新军

王府井6月9日公告：公司收到控股股东北京首都旅游集团有限责任公司转发的《财政部关于王府井集团股份有限公司免税品经营资质问题的通知》，授予公司免税品经营资质，允许公司经营免税品零售业务。结合免税零售专家等媒体报道，本次系自上世纪80年代初批准中免/中出服/深免/珠免/港中旅牌照以来，继海南离岛免税政策之后，第一次正式批准新的免税零售经营牌照，国内免税

板块再添新军。

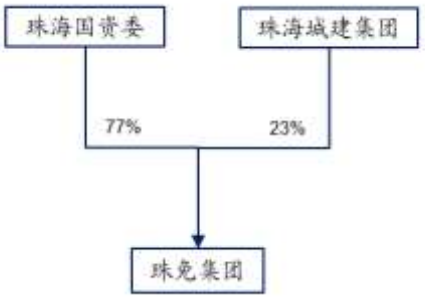
考虑免税属于牌照准入，且有三重经营审核。一是免税经营资质，二是免税经营范围，三是具体门店执照。以国旅、珠免、深免、中出服、海免等为例，都具有免税经营资质，但财政部或者说国务院给予的免税业态并不同，中免相对最全。即使中免是全国性多业态牌照，具体每一个门店的开拓都还需审批或招投标。王府井在持有相关免税资质的情况下，未来具体经营范围等需要进一步明确及跟踪。

结合我们此前分析，国人离境市内免税店政策有望渐行渐近，不过其具体市场空间也需要等额度、品类、件数、行邮税等细则明确；运营资质、竞争格局等也尚需等待财政部规定。同时，结合我们 3 月 16 日报告《顶层设计宣示地位，刺激内需空间广阔》，我们判断国人离境市内免税店政策有望今年内落地，“顶层设计，建设一批”下**有望涉及国内众多一二线城市，体量庞大，**当然也不排除首期部分城市先试点。竞争格局方面，随着王府井新获资质，加之中免、中出服、珠免、深免等免税运营商，未来我们认为离境市内免税店**预计或有限竞争，但参与者也会共同受益于国内免税蛋糕的做大做强，中免依托其规模、渠道优势相对也较为突出。**

格力地产拟全资收购珠海免税，珠免有望成为国内新一家上市免税企业

根据格力地产今年 5 月公告，公司拟以发行股份并支付现金的方式，向珠海市国资委（上市公司实控人）、城建集团发行股份并支付现金，购买其持有的免税集团 100%股权，发行股份购买资产的股份发行价格为 4.30 元/股，但具体股份、现金支付比例将由交易各方在正式协议中予以协商确定。

图 20：珠海免税本次交易前股权机构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 21：港珠澳大桥免税店



资料来源：珠海新闻网等，国信证券经济研究所整理

标的资产——珠海免税集团，成立于 1980s 初，1995 年正式设立集团，目前已发展成为以口岸免税品供应服务为龙头，集百货零售、商业物业经营、国内外贸易、仓储物流为一体的集团式企业。**珠免是国内极少数获得国务院批准在口岸经营免税品业务的国有企业之一，拥有国内稀缺出入境免税牌照，拥有近 40 年免税运营经验**。具体来看，在免税方面，珠免目前拥有珠海拱北口岸、九洲港口岸、横琴口岸、港珠澳大桥珠港口岸免税店和天津滨海机场入境店，其中珠免拱北口岸免税店也是亚洲最大的陆路口岸免税店，系珠免最主要的收入业绩来源。在免税经营模式上，公司主要通过自采和中间商采购结合，运营烟酒、香化等品类，以烟酒品类为主，国产烟酒自采实力较突出。此外，珠免亦在珠海市区持有并经营珠海吉大免税商场及国贸购物广场，获取相应租金及管理费收入。公司旗下免税店、有税物业及控股子公司如下表所示。

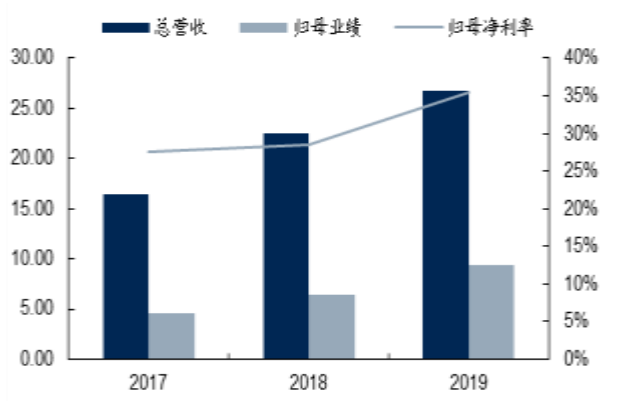
表 9：珠免旗下主要资产及免税店情况

分类	口岸	开业/中标时间	说明
免税	拱北口岸免税店	1980s 已经开业，	拱北口岸系全国陆路口岸出入境人流最大的口岸，拱北口岸免税店也是亚洲最大的陆路口岸免税店（2011 年经营面积即达 2800 平米，此后预计进一步有改扩建），系珠免最主要收入业绩来源
免税	横琴口岸免税店	2000s 开业	珠海与澳门的 24 小时通关口岸免税店
免税	九洲港口岸免税店	-	珠海与香港相连的水路口免税店
免税	港珠澳大桥珠港口岸免税店	2018 年 10 月出境店开业，入境店也即将开业	与粤港澳大湾区经济互促共赢的新载体，出境店经营面积千余平米，此外还有 2-4 层入境店待开业
免税	天津滨海机场入境店	2017 年 4 月中标，2018 年开业	珠海免税首个走出珠海的免税店，也是公司首个机场免税店，经营面积 110 平米
有税	珠海吉大免税商场	2007 年开业	自持物业，租金及管理费收入
有税	国贸购物广场	2004 年开业	自持物业，租金及管理费收入

资料来源:公司公告，珠海晚报、南方 Plus，搜狐新闻等，国信证券经济研究所整理

珠免以口岸免税为主，整体盈利能力良好。从盈利数据来看，结合公司公告及媒体报道，珠免 2017-2019 年收入各 16.37、22.56、26.69 亿元，同比增长 37.80%、18.29%，实现归母业绩 4.52、6.43、9.44 亿元（2017 年系参考媒体报道估算数据），对应净利率 28%，29%、35%，盈利能力较为良好，我们认为这主要与公司免税业务以边境口岸店为主，租金相对较低（历史原因，加之同属珠海国资背景），与机场公开招标下的租金水平完全不可比。同时，公司边境口岸免税业务，烟酒等相对居多，对其毛利率也有较好支撑。在这种情况下，未来若珠免顺利注入格力地产，有助于显著改善上市公司盈利。

图 22：珠免 2017-2019 年收入盈利情况估算



资料来源：公司公告，港澳在线等，国信证券经济研究所整理
注：2017 年系参考媒体报道估算数据，2018-2019 年系公告数据

图 23：珠海口岸客流及拱北口岸出入境客流情况



资料来源：公司公告、搜狐、中国新闻网等，国信证券经济研究所整理

对于珠免而言，未来除了存量珠海口岸持续稳健增长及扩容升级带来的成长外，**未来一看横琴离岛免税及港珠澳大桥人工岛全岛免税或有预期。**结合南方+等媒体报道，在今年 4 月 8 日举行的珠海疫情防控工作现场新闻发布会上，珠海免税集团副总经理蒋济舟介绍，目前，珠海免税集团通过整合海投公司，通过立足稀缺的“免税特许经营牌照”，协同横琴管委会探索横琴离岛免税，推动港珠澳大桥人工岛全岛免税商业发展，深化澳珠市内免税店、轻轨免税店等项目建设。**二看离境市内免税预期。**若国人离境市内免税店政策开闸，在此前发改委“顶层设计，建设一批市内免税店”的政策指导意见下，不排除国内一二线口岸城市都有机会，若珠海有望落地且赴港澳客流也满足相应条件，则珠免后续成长可能有新的看点。此外，参考海南离岛免税最新细则，公司也可以依托其免税经营资质和优势争取海南或有免税业务布局机会。

消费回流+政策利好下国内免税有望崛起，中免依托规模渠道相对仍有支撑

我们认为：在政府各项利好政策争取消费回流的背景下，无论海南自贸港政策落地后未来离岛免税蛋糕有望显著扩容，还是未来国人离境市内免税政策的巨大潜在空间，均孕育着国内免税行业全新发展机遇。国内免税行业有望目前 500 亿左右规模向千亿+规模不断进军，其中中免依托规模渠道优势预计依然将占据

主导地位。而其他新兴参与者如王府井、格力地产（关注收购珠免进展）、凯撒旅业（后续跟踪与中出服合作进展）未来也将分享中国免税蛋糕做大的红利，此外建议关注上海等其他核心口岸城市争取国人离境市内免税政策的相关进展和潜在机会。

图 24：2018 年，中免位居全球免税龙头第四



资料来源：MoodieReport，国信证券经济研究所整理

聚焦中国中免，目前来看，**中免 2018 已经位居全球免税第四，未来也希望全球免税保三争一，且占据国内京沪粤港等枢纽机场免税及三亚、海口离岛免税等，国内免税的规模优势和渠道优势相对突出。**与此同时，公司疫情下积极发力线上，未来若争取持续常态化线上电商布局（清关完税后），利用规模和卡位优势及会员优势，可以成为中线成长新看点。此外，公司所处高性价比的免税赛道叠加香化等品类渠道优势，赛道本身较为优质，中长线我们仍看好中国中免作为国内免税龙头，分享免税特殊赛道优势下（高性价比，香化&烟酒等品类支撑）的长线成长空间。

图 25：中国中免上市以来股价及估值复盘



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

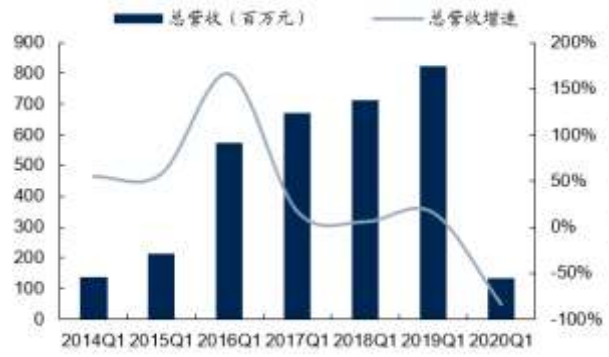
演艺：疫情之下磨砺成长，新项目扩张和演艺集群支撑长期成长

疫情之下，演艺行业短期业绩冲击难免。新型肺炎疫情防控下，国内演出上半年多数停摆，旅游演艺行业全面承压。从龙头来看，宋城演艺核心景区自 2020 年 1 月 24 日起暂时闭园，直至 6 月 12 日其存量项目才重新开园，导致公司短期主业相对受影响，**公司今年全年业绩明显下滑已经在所难免。**

2020Q1，宋城演艺实现营业总收入 1.34 亿元/-83.71%；归母业绩 4996.03 万元/-86.50%，扣非业绩 1846.77 万元，同比下降 94.87%，EPS 0.03 元，疫情

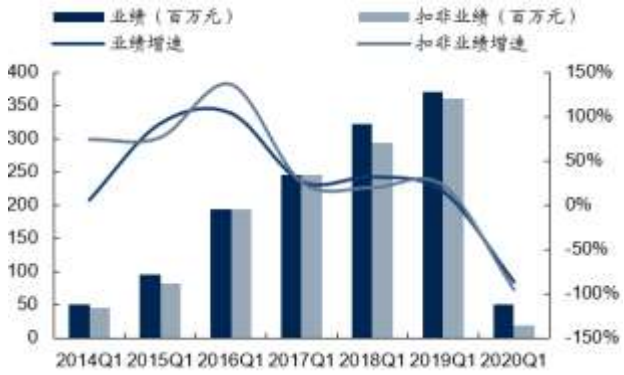
影响和六间房出表带来业绩明显下滑。其中，剔除花房投资收益（2000 万+）和政府补助（税前 2254 万）影响，公司 Q1 演艺主业基本打平，与轻资产收入确认有关。剔除轻资产收入确认，我们预计公司一季度亏损 4000-6000 万元，对比国内其他可比景区一季度表现，并考虑公司已经开业了杭州、三亚、丽江、九寨、桂林、张家界多个项目的背景下，在这种情况下，**上述表现也能侧面体现公司演艺+公园模式固定成本相对可控。**

图 26：公司一季度收入下滑 84%



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 27：公司一季度业绩下滑 87%



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

同时，**6 月以来，伴随国内复工复产的逐步推进，公司存量项目已于 6 月 12 日全面复园，与此同时，新项目西安项目 6 月 22 日开业，上海项目预计今年暑期营业，轻资产新郑项目预计今年四季度营业，整体有望逐步进入恢复周期。**从公司已复园的存量项目表现来看，根据公司官网的演出场次安排，杭州宋城千古情复园首日演出场次达到 3 场、周末一般演出 2 场；而丽江、张家界等也经常演出 2 场。考虑公司 6 月 12 日复园时还遇到北京 6 月 11 日以来疫情扰动，部分项目仍能加场实属不易。

表 10：宋城演艺部分项目恢复开业时间及场次安排

项目	恢复营业时间及场次安排	场次安排
杭州宋城千古情	6 月 12 日复园	复园首日演出 3 场，目前每天演出 1-3 场，周末 2 场，动态调整
三亚千古情	6 月 12 日复园	每天 1-3 场，动态调整，6 月 20 日演出 3 场，
桂林千古情	6 月 12 日复园	目前每天 1 场
张家界千古情	6 月 12 日复园	目前工作日每天 1 场，周末 2 场
丽江千古情	6 月 12 日复园	每天下午和晚上各演出 1 场，也会动态调整
九寨千古情	6 月 12 日复园	每天晚上演出 1 场
宜春明月千古情	6 月 12 日复园	每天下午演出 1 场
宁乡炭河千古情	6 月 12 日复园	每天下午演出 1 场
西安千古情	6 月 22 日开业	目前预计开业首日演出 1 场，平时每天演出 2 场，端午节期间每天演出 3 场
上海世博大舞台	预计今年暑假开业	/
新郑黄帝千古情	预计今年 Q4 开业	/

资料来源:公司公告、公司官网等，国信证券经济研究所整理

我们认为，**6 月 11 日北京区域阶段疫情扰动，**包括由此带来北京等区域跨省游暂停，短期出游情绪恢复确实可能相对受制。不过，6 月 18 日中国疾控中心流行病学首席专家吴尊友在新闻发布会也表示，根据病人的发病时间推测北京疫情的高峰期已过，北京疫情已基本得到控制，虽然还是可能出现新增病例，但未来新增确认病例大概率将呈下降趋势。与此同时，除了北京受疫情反复影响，6 月 16 日起将突发公共卫生事件响应级别调高至二级，室内公共场所及公园景区限流由 50%调整至 30%外，其他地区在疫情有效防控下景区防控政策仍保持原状或趋于松绑。我们认为，虽然未来国内疫情情况仍需持续跟踪，不能完全排除个别阶段部分区域小范围疫情反复可能，但从大范围内，国内疫情预计已经较为可控，**考虑目前海外疫情局势下出境游仍阶段承压，我们认为从大趋势来看，公司旅游演艺项目未来仍有望逐步进入其恢复周期。**

表 11：国内室内景区或线下培训机构逐步恢复通知

时间	区域	核心内容
2 月 20 日起	海南	鼓励景区实行预约制等限流措施，日接待量不超过日最大承载量的 50%。室内活动场所瞬间流量不超过最大瞬时流量的 30%，确保游客间距能达到 1.5 米以上。
4 月 24 日起	江西	经当地人民政府同意后，审慎、安全、有序推进娱乐场所、互联网上网服务营业场所复工复产。
5 月 2 日起	南通	590 家校外培训、学生托管、婴幼儿托育等机构通过验收，从 5 月 2 日起，可以恢复运营。
5 月 7 日起	淮南	自 5 月 7 日起，各互联网上网服务营业场所等文旅场所具体开放时间由各县区（园区）党委（党工委）、政府（管委会）决定。
5 月 7 日起	全国	在落实防控措施前提下，全面开放商场、超市、宾馆、餐馆等生活场所；采取预约、限流等方式，开放公园、旅游景点、运动场所，图书馆、博物馆、美术馆等室内场馆，以及影剧院、游艺厅等密闭式娱乐休闲场所，可举办各类必要的会议、会展活动等。
5 月 21 日起	杭州	省内影剧院等娱乐休闲场所 可采取预约限流等方式有序开放，休闲场所的接待量要控制在最大容量的 50％以内。
5 月 9 日起	上海	上海将本市重大突发公共卫生事件应急响应级别由二级响应调整为三级响应，地标景区实行限流 30%。
6 月 16 日起	北京	北京市突发公共卫生事件响应级别调整至二级，图书馆、博物馆、美术馆等室内公共场所及公园景区限流 30%，关闭文化娱乐场所及地下空间、体育健身场所、游泳馆等，停止开放境内跨省区团队旅游业务。

资料来源:Wind，国务院，搜狐网等媒体报道，国信整经济研究所整理

疫情下厉兵秣马多剧院内容不断丰富，备战新成长。疫情背景下，公司仍全面推进各景区剧院矩阵的建设和多元化内容的打造。结合公司公告，其**杭州、上海和西安作为宋城演艺王国的首批项目，将实现从单台演出到多台演出、单张门票到多种门票组合的转型升级，推动公司向聚合+开放的平台型方向发展**，积极探索演艺集群模式发力新成长。宋城演艺王国除了拥有王牌演出《宋城千古情》之外，还将推出《花想容》、沉浸式演出《上甘岭》《古堡惊魂》、大型实景演出《维京海盗》，以及《燕青打擂》等 30 余台演出。与此同时，公司新项目西安项目预计 6 月 22 日开业后，除了经典的《西安千古情》大型歌舞，观众还可以在这里欣赏到国潮剧《花想容》、全息秀《幻影》、都市秀《摩登时代》、5D 实景剧《大地震》等数十台高水准的精彩演出。桂林、张家界等项目预计也将不断丰富，以期不断提升景区的综合竞争力。

表 12：宋城演艺部分核心项目有望全新亮相，上海、西安新项目也有望推出

项目名称	核心演出	其他配套演出
杭州宋城本部	《宋城千古情》	国潮剧《花想容》、怀旧剧《喀秋莎》、都市秀《摩登时代》、全息秀《大地震》以及《映山红》《燕青打擂》《铡美案》《抛绣球》《快闪》《走街》《锅庄》等
桂林项目	《桂林千古情》	《大地震》《水上飞人》《民族快闪》《灵渠点兵》《锅庄狂欢》
张家界项目	《张家界千古情》	《民族迎宾巡游》《摆手篝火狂欢》《土司招婿》《江湖快闪秀》
杭州乐园		全新升级《精灵花式大巡游》《真人油画秀》《恐龙快闪秀》等网红演艺秀，融入移动花车、不倒翁、机器人等多种网红元素
上海项目	《上海千古情》	包括沉浸式演出，国际歌舞秀、悬疑等多种形式
西安项目	《西安千古情》	国潮剧《花想容》、全息秀《幻影》、都市秀《摩登时代》、5D 实景剧《大地震》等数十台高水准的精彩演出。

资料来源:公司公告及微信公众号，每日经济新闻，中华网等，国信证券经济研究所整理

此外，公司还拟积极打造室外剧院，短期疫情扰动下可以相对平衡，中线室外演出也可以与室内演出互补。总体来看，公司疫情下正全面厉兵秣马，打造演艺集群模式，通过内容不断丰富，提升存量单体项目成长天花板。

图 28：宋城新定位：让生活有戏，开启多剧院模式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 29：公司新推全息秀幻影



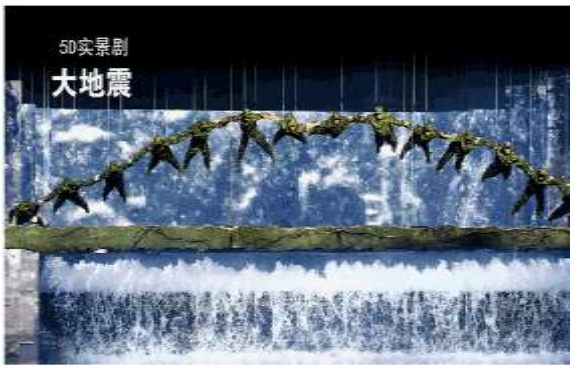
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 30：国潮剧花想容



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 31：5D 实景剧大地震剧照



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

综合来看，疫情下，公司冲击难免，室内演出模式下，短期恢复节奏确实也受到一定不利影响。但总体来看，最坏时刻已过，公司核心项目逐步复园，西安等新项目时间也已明确。

中长线来看，短期疫情冲击不改公司中线成长逻辑。公司过往已开业项目均反复验证其模式优秀。无论是首轮三亚、丽江、九寨项目，还是二轮扩张中已经落地的桂林、张家界项目，均实现了首年打平或微利（上半年开业一般当年微利，下半年开业一般当年打平），次年有效盈利，第三年盈利有望上亿元（九寨受限于场地与季节瓶颈除外）。最为成熟的杭州本部在 2 个剧院的情况下，2019 年估算收入 8 亿+，业绩 4 个亿左右（不考虑剧院改造等非经常因素扰动影响）。

表 13：宋城演艺已公告项目情况

分类	项目名称	开业时间	持股比例及合作方	剧院及相关说明
自主投资及合作投资	杭州千古情	1997 年	100%	目前 2 家室内+1 家室外，预计 2020 年有望新开 1 家大剧院和 2 家 500 人座位以上的剧院。
	三亚千古情	2013 年 10 月	100%	含千古情景区，冰雪世界等，二号剧院 2019 年底已达可使用状态，原动物世界未来预计也可能改造成新剧院
	丽江千古情	2014 年 3 月	100%	配备 2 个剧院，二号剧院已达可使用状态
	九寨千古情	2014 年 5 月	80%	1 个剧院，17 年 8 月地震关闭，预计 2020 年有望恢复
	桂林漓江千古情	2018 年 7 月	70%，桂林旅游	预留 3 个剧院空间
	张家界千古情	2019 年 6 月	100%	目前 1 号剧院开业，2 号剧院在建中
	西安中华千古情	2020 年 6 月	80%，世园集团	预留 3 个剧院空间
	上海世博项目	预计 2020 年暑期	88%，世博东迪公司	公园开放式，计划建设 4 个剧院，旅游+城市演艺
	佛山千古情	预计 2021 年	100%	公园+剧院，剧院座位不低于 2500 个，政府补贴 3.7 亿
	西塘·中国演艺小镇	预计 2021 年	100%	预计包括 4-5 个剧院
	珠海·宋城演艺谷项目	预计 2022 年	100%	预计包括 24 个剧院
	澳洲黄金海岸项目	暂无确定时间表	100%	处于前期规划报批中
轻资产，设计创作等一次性收入 2.6-2.7 亿+后续门票收入 20%分成	长沙·宁乡炭河项目	2017 年 7 月		首个轻资产项目，创湖南省旅游演出场次、观众数量新纪录。
	江西宜春明月千古情	2018 年 12 月		
	新郑·黄帝千古情	预计 2020Q4 开业		位于新郑，投资 5 亿元，占地约 200 亩

资料来源：公司公告、公司官网或地方媒体报道等，国信证券经济研究所整理
注：2020 年新项目开业进度可能需结合疫情情况跟踪

表 14：公司目前已开业异地项目开业后业绩表现及预计

项目	开业时间	开业首年归母盈利	开业次年归母业绩	开业第三年归母业绩	双剧院模式下完全成熟期归母业绩前景展望
三亚（100%）	2013 年 10 月	1258 万	8030 万	14043 万	3 亿+
丽江（100%）	2014 年 3 月	922 万	7175 万	11966 万	3 亿+
九寨（80%）	2014 年 5 月	1549 万	5234 万	估计归母近 7000 万	受限场地仅 1 个剧院，预计近 1 亿元
桂林（70%）	2018 年 7 月	估算 200-300 万（考虑独木桥结算）	预计近 3600 万，归母 2500 万+	正常预计 5000-8000 万元（但 20 年因疫情影响预计仅 1500-2500 万）	2-3 亿+
张家界（100%）	2019 年 6 月	估算基本打平	全年正常预计 5000-7000 万，但 20 年需兼顾疫情影响调整，目前预计 1000-2000 万	预计 0.8-1.2 亿元	3 亿+

资料来源：公告公告，国信证券经济研究所整理预测
注：2020 年因大规模传染疫情影响，需结合最终疫情影响进行纠正，不代表正常项目推进情况

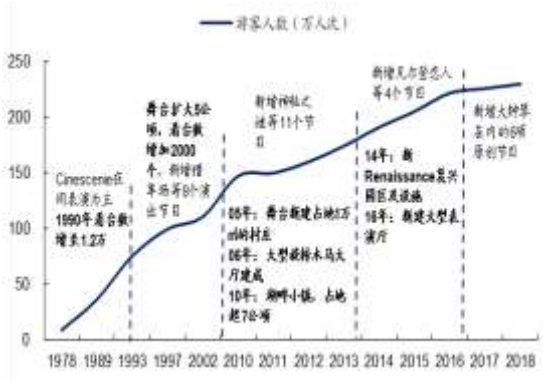
全国演艺版图有望不断添砖加瓦。结合公司官方微信公众号披露，除了目前已经公告的上述项目外，公司未来还可能在北京、成都、重庆、珠海、江苏、贵州等区域布局新项目，**我们预计公司未来全国（含港澳台）合计共 18-20 个左右的项目空间相对仍有一定支撑（包括已经公告项目）。**

图 32：宋城演艺现有和储备项目分布图



资料来源：公司公告及官方微信平台等，，国信证券经济研究所整理

图 33：法国狂人国 1978-2018 年客流及演出丰富情况



资料来源：公司公告及官网资料等，国信证券经济研究所整理

另一方面，公司在疫情下的沉寂时间全面厉兵秣马，发力演艺王国模式，不断设计储备新演出项目，未来演艺集群模式有望带来新支撑。结合我们此前报告分析以及对国外演出项目梳理，我们认为，对标国外成功经验法国狂人国 40 年长盛不衰成功经验（每年开业不到 7 月，客流 250 万，重游率 60%+），未来长线成长空间值得期待。具体来看，参考我们对公司既有公告项目或储备项目 2018 年区域客流和区域代表景区客流的汇总分析，公司目前二轮项目选址本身多系国内一线旅游目的地，未来从区域选址和项目配套比较来看，有望对标丽江/三亚，部分区域如西安等地中长线体量还有望对标杭州本部。

在这种情况下，我们在不同假设背景下，对公司未来盈利前景测算如下，其中谨慎假设仅考虑已公告项目，且基本未考虑多剧院成效，且假设未公告项目中未来仅可能落地 1-2 个；中性假设则考虑了存量和新开项目多剧院对盈利空间的提振，且考虑储备项目未来能落地 3-5 个；乐观假设对多剧院成效较为积极，且储备项目尚能落地 8-9 个，据此推算公司中长线盈利空间如下表所示。综合来看，若假设公司未来项目落地且运营 5-8 年不断丰富达到成熟期后，**谨慎假设下，**即仅考虑已公告项目和 1-2 个储备项目，预计未来 5-8 年后的公司长线盈利空间预计有望约 29-40 亿元；**中性假设下，**考虑公司未来存量、新开项目落定运营成熟，多剧院项目取得成效，且部分储备项目也落定运营良好情况下，预计公司未来 5-8 年后长线盈利空间有望 40-70 亿元；**乐观假设**，考虑公司未

来所有公告和储备项目落定且运营成熟后，多剧院模式取得良好成效，预计未来项目落地5-8年后长线盈利空间或有望70-90亿元，长线盈利想象空间广阔。

表15：宋城演艺的潜在空间（分谨慎、中性和乐观三种假设，假设项目运营5-8年后不断丰富达到成熟期）

分类	项目区域	谨慎假设	中性假设	乐观假设	说明
本部	杭州	4.0-4.5 亿元	4.5-5.5 亿元	5.5-7.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效，其中乐观假设还考虑杭州乐园等部分协同
第一轮	三亚	2.5-3.0 亿元	3.0-3.5 亿元	3.5-5.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效
第一轮	丽江	2.5-3.0 亿元	3.0-3.5 亿元	3.5-5.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效
第一轮	阿坝州	0.7-0.8 亿元	0.8-1.0 亿元	1.0-1.5 亿元	场地相对受限制，乐观假设部分考虑租赁或拓展剧院
第二轮	阳朔	2.0-2.5 亿元	2.5-3.5 亿元	3.5-4.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效
第二轮	张家界	2.5-3.0 亿元	3.0-3.5 亿元	3.5-5.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效
第二轮	西安	2.5-3.5 亿元	3.0-4.5 亿元	4.5-6.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效
第二轮	上海	2.0-3.0 亿元	3.0-4.5 亿元	4.5-6.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效，开放式模式对吸引游客帮助较大
第二轮	佛山	2.0-2.5 亿元	2.5-3.5 亿元	3.5-4.5 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效，本身因补贴预计净利率较高
第二轮	西塘	2.5-3.0 亿元	3.0-3.5 亿元	3.5-5.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效
第二轮	珠海	1.2-2.0 亿元	2.0-4.0 亿元	4.0-7.0 亿元	新模式探索，盈利空间波动范围更大
第二轮	澳洲	0.5-1.5 亿元	1.5-2.5 亿元	2.5-3.0 亿元	国外模式，待验证，故波动空间较大
潜在可能	北京	2.0-3.0 亿元	3.0-4.5 亿元	4.5-6.0 亿元	
潜在可能	江苏苏州		3.0-4.0 亿元	4.0-5.0 亿元	
潜在可能	重庆			4.5-6.0 亿元	
潜在可能	成都	2.0-3.5 亿元	3.0-4.5 亿元	4.5-6.0 亿元	
潜在可能	贵州安顺			2.5-3.0 亿元	
潜在可能	澳门		2.0-2.5 亿元	2.5-3.0 亿元	
潜在可能	海南海口			2.5-3.0 亿元	
潜在可能	其他国外		2.0-2.5 亿元	2.5-3.0 亿元	
潜在可能	其他国内		2.5-3.5 亿元	3.5-4.5 亿元	

资料来源:公司公告及官网、官微等资料，国信证券经济研究所整理估计

综合来看，宋城演艺目前正处新一轮项目扩张期，过往项目验证其商业模式优势，虽然短期疫情扰动，但不改其中长线逻辑，且后续预计仍有新项目落地，演艺集群的逐步探索有助于拓宽存量成长空间和新业务模式，助力中长期成长。

酒店：短跟行业复苏节奏，中线关注龙头整合和集中度逆势提升

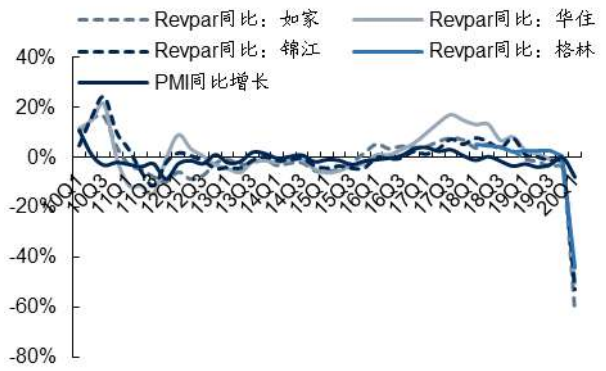
受疫情影响，国内外酒店行业经营普遍承压，RevPAR显著下滑，直接影响酒店龙头盈利表现。如下图和表所示，**2020Q1，首旅如家、华住酒店以及锦江酒店、格林酒店**的RevPAR同比下滑44-63%，入住率及平均房价均出现不同程度下滑，加之成本费用刚性，盈利明显承压。鉴于此，2020Q1，**华住酒店**净营收20亿元/-15.7%，不含DH则13亿元/-46.0%；调整后净亏损为11亿元（不含DH为-9.8亿元）；**锦江酒店**营收21.89亿元/-34.41%，扣非业绩亏损0.94亿元；**首旅酒店**营收8.01亿元/-58.80%，扣非业绩亏损5.22亿元；**格林酒店**营收1.57亿元/-33.10%，归母净亏损0.14亿元。

表16：2020Q1各酒店龙头经营数据变化

公司		RevPAR	RevPAR%	ADR	ADR%	occ	occ变化	经济型酒店RevPAR变化	中高端酒店RevPAR变化	其他酒店RevPAR变化
首旅	整体	54	-61.7%	162	-14.1%	33.5%	-41.7 pct	-61.5%	-65.5%	-58.4%
	同店	54	-63.1%	159	-16.1%	33.9%	-43.2 pct	-62.3%	-65.5%	-56.8%
华住	整体	75	-58.1%	189	-14.6%	39.6%	-41.0 pct	-	-	-
	同店	87	-52.8%	180	-17.9%	48.0%	-35.5 pct	-50.6%	-56.2%	-
锦江	整体	68	-52.8%	200	-2.1%	34.0%	-36.5 pct	-57.6%	-52.9%	-
	同店	84	-48.3%	213	-3.8%	39.4%	-34.0 pct	-45.7%	-50.1%	-
格林	整体	71	-44.1%	150	-7.8%	47.3%	-30.8 pct	-	-	-

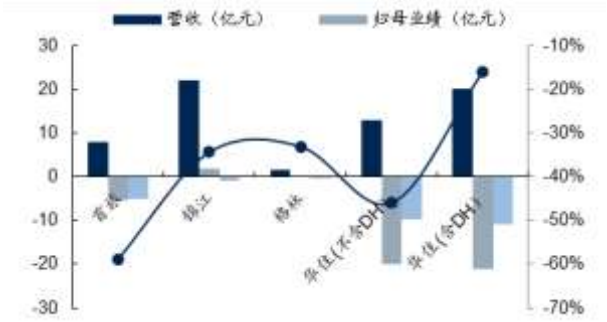
资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

图 34：国内代表酒店龙头 Revpar 同比增速



资料来源：公司公告等，国信证券经济研究所整理

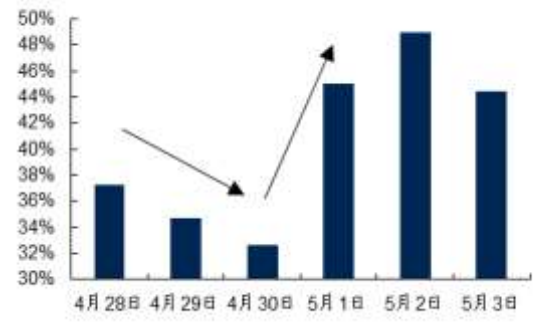
图 35：酒店龙头 2020Q1 经营表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：华住 Q1 系调整后净亏损情况

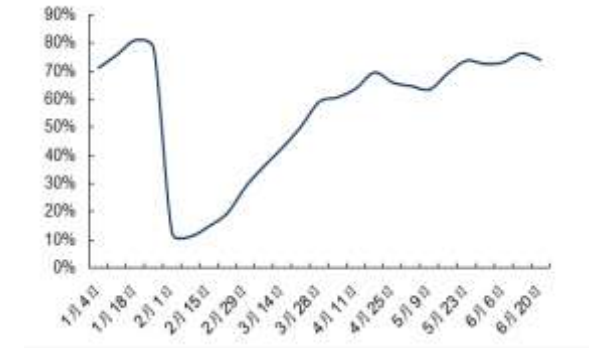
复工复产推进+政策刺激出游情绪回暖，酒店入住率稳步提升。结合 STR 对全国酒店行业的持续跟踪数据，行业平均入住率由今年 4 月初的 25%左右逐步回升至五一假期前的 35%左右，预计主要与商务出行逐渐恢复、周边游情绪回暖带动有关。结合财新社等媒体报道，随着疫情得到初步控制，龙头酒店整体入住率亦回升明显。以华住为例，华住酒店的入住率由 1 月底 2 月初最低点 10%左右提升至 6 月 20 日的 74%左右，格林酒店入住率已经从 1 月底 21.5%的低值，回升到 5 月中下旬平均值 65%以上。随着国内酒店市场持续复苏，龙头公司经营预计也将逐步回暖。

图 36：2020 年“五一”期间全国酒店入住率



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

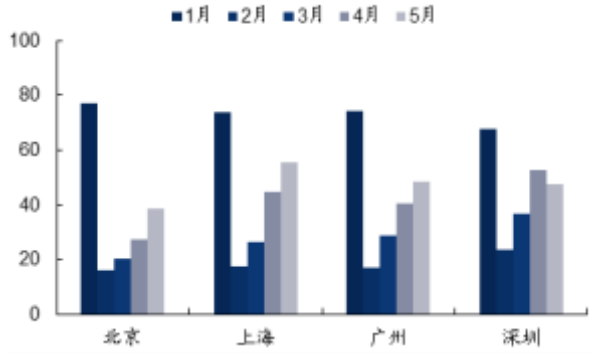
图 37：华住酒店今年以来出租率变化趋势



资料来源：公司公告、财联社等，国信证券经济研究所整理
注： 2020 年 3 月出租率不含征用门店

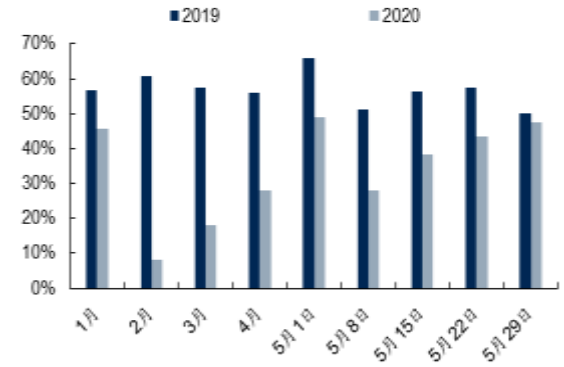
分城市类别来看，根据 STR 对中国酒店市场的最新跟踪数据，**一线城市**（北上广深）及**以商旅为主的省会城市**（呼和浩特、石家庄、郑州、太原等）酒店入住率处于稳步回升中，但距去年同期仍有一定差异，**休闲度假市场**（云南、海南、贵州、桂林等区域）恢复相对良好，入住率水平逼近去年同期水平。如下图所示，**一线城市**（北、上、广、深）：自 1 月底疫情爆发至后续疫情逐步得到控制，一线城市入住率水平一直稳步提升，截至 5 月份，**上海入住率已经恢复至 19 年同期 7 成左右的水平，深圳、广州入住率虽略低于上海市场，但整体差距也在不断缩小**。北京地区疫情反复，仍需跟踪后续防控政策。**休闲度假城市**（云南、海南、贵州、桂林等）疫情初期入住率仅为同期 15%左右，但随着后续疫情逐步得到控制，整体恢复速度较快，根据 STR 高频日度数据，**5 月底入住率基本与去年同期持平。**另外，6 月 9 日北京市教委宣布，7 月 11 日开始放暑假，我们预期，随着北京暑假日期的明确，各地也将陆续公布暑假时间，未来休闲度假酒店市场预计也会部分有支撑。

图 38：2020 年以来一线城市酒店入住率恢复情况



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

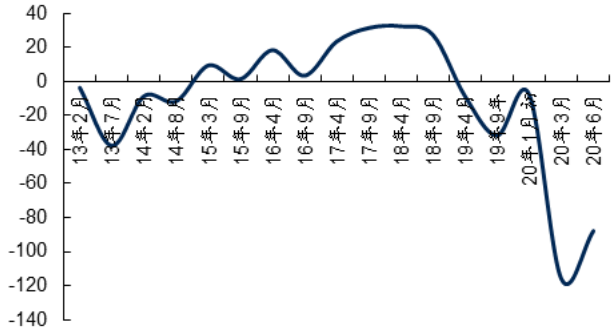
图 39：2020 年全国休闲度假市场酒店入住率恢复情况



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

此外，从中国旅游饭店业协会公布的酒店行业景气度发展数据来看，3 月以来，国内酒店行业景气度也处于回升过程中。

图 40：2013-2020 年酒店行业全国景气度指数发展趋势



资料来源：中国旅游饭店业协会，国信证券经济研究所整理

疫情下，展店节奏部分也受影响，但龙头有所分化。具体来看，**华住酒店** 2020Q1（不含海外并购）新开门店 296 家，疫情压力下仍维持高增长；关店 76 家，净增门店 220 家，其中直营 1 家、加盟 219 家。**锦江酒店**新开业酒店 253 家，关店 120 家，净增开业酒店 133 家，疫情下相对良好。其中直营酒店减少 17 家，加盟酒店增加 150 家，加盟扩张主导，经济型 8 家/中高端 125 家，公司整体中端布局和加盟布局继续明显提速。**首旅酒店**新开店 62 家（直营/加盟各自 3/59 家，经济型/中高端/云酒店/管理输出各 10/34/11/7 家），淡季兼疫情影响（2019Q1 新开店 75 家），Q1 净减少 38 家，预计疫情因素本身也加速部分门店关店。**格林酒店**新开门店 62 家，其中 7 家中高档酒店，37 家中档酒店，18 家经济型酒店；一线城市 3 家，二线城市 13 家，低线城市 46 家，主要向中高端酒店市场及低线城市市场布局，关店 21 家，净增门店 41 家。

从 2020 年展店目标来看，华住、锦江、首旅三家龙头均保持不逊于上年的开店速度，显示龙头仍快速扩张。华住酒店计划今年新开店 1600-1800 家（2019 年原计划开店目标 1100-1200 家，实际新开门店数 1715 家），关闭 350-450 家；**锦江酒店** 2020 年预计开店节奏与去年大致相当（新开业/净增各 1600 家+/1000 家+）；**首旅酒店** 2020 年计划新开店 800~1,000 家（2019 年展店 829 家），中高端占比 50%。

表 17：三家酒店龙头 2017-2019 年开店情况

时间	公司	分类	华住	锦江	首旅
	新开店		665	1150	512
	关店		-188	-324	-202
2017	净增店	经济型	161	315	30
		中高端	316	434	186
		其他	-	-	94
	新开店		723	1243	622
	关店		-239	-494	-285
2018	净增店	经济型	-82	-50	-10
		中高端	566	799	217
		其他	-		130
	新开店		1715	1617	829
	关店		-327	-546	-428
2019	净增店	经济型	593	-29	-427
		中高端	795	1100	225
		其他	-	-	603

资料来源:公司公告等，注锦江 2017 年经济型、中端净增数据系根据公司公告口径估算所得

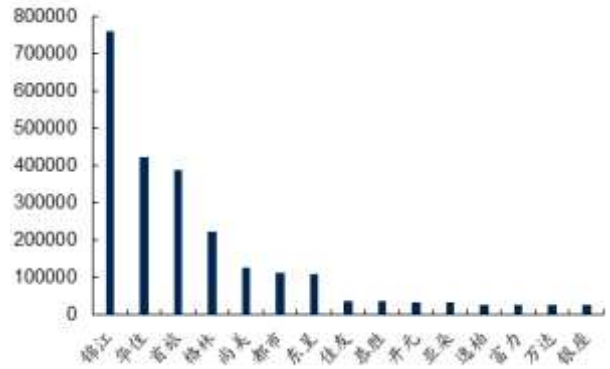
表 18：三大有限服务酒店龙头 2020 年展店计划

公司	20Q1			净开店			净开店		20Q1 末签约数据	2020 年开店规划
	开店	关店	净增	中高端	经济型	云系列/其他	加盟	直营		
锦江	253	120	133	125	8	-	150	-17	4640	新开业/净增各 1600 家+/1000 家+
华住	296	76	220	-287	507	-	219	1	2334	新开店 1600-1800 家
首旅	62	100	-38	19	-34	-23	-29	-9	672	计划新开酒店 800 - 1,000 家

资料来源：公司官网，公告、财报等

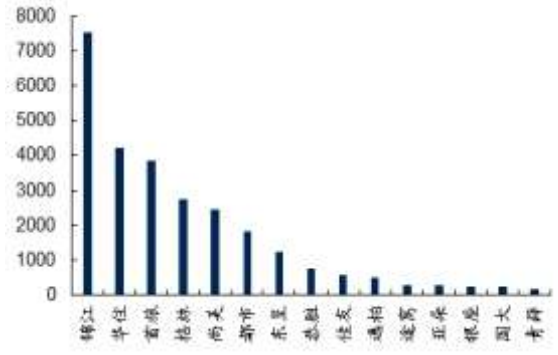
中线来看，疫情之下行业承压，反而有助于龙头规模集中。一是行业压力下有望加速单体酒店向连锁酒店转化。单体酒店因品牌力不足和规模效应欠缺，本身多数盈利平平，过往获客方式主要依赖 OTA 导流，OTA 的佣金率挤压其盈利空间。而疫情下，单体酒店入住率+房价受制，额外佣金+低 RevPAR 双杀下，单体酒店盈利能力全面承压，连锁转化诉求预计有望强化。**二是过往行业低谷期往往成为行业整合的关键时期，行业龙头也不排除通过进一步并购整合，做大规模，并通过经营优化，提升管理效能，助力中长线成长和份额提升。**以 2015 年为例，2015 年行业承压时期，当年 9 月锦江发布公告收购铂涛，成为国内第一大酒店连锁集团；当年 12 月如家私有化回归注入首旅酒店；此外，2016-2017 年华住亦收购桔子酒店，行业龙头规模更趋集中。

图 41: 2018 年底中国酒店集团规模 TOP15 排行榜（房量）



资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理

图 42: 2018 年底中国酒店集团规模 TOP15 排行榜（门



资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理

疫情影响下，国资背景或经营效率更高的酒店集团抗风险能力也越强，可以在整个行业“抱团取暖”趋势下，通过并购强化规模，巩固龙头地位。并且，从目前

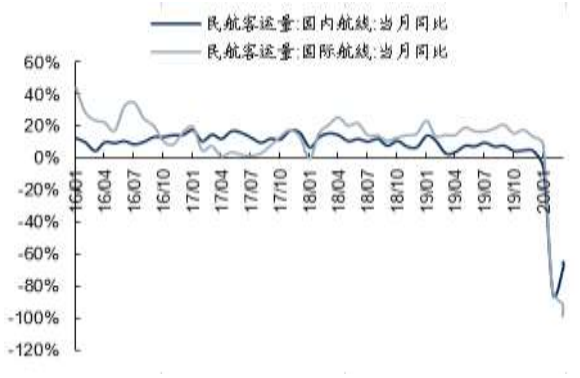
三大酒店集团来看，三家龙头自有会员体系充分，人房比持续优化下经营效率通常较高，整体经营实力较强，依托自身的经营能力或集团支持，未来更有望化危为机，谋求新成长。

总体来看，我们建议跟踪疫情后酒店行业复苏趋势，逢低布局酒店龙头。其中美股建议关注**华住酒店**，公司治理优良，经营效率突出（人房比行业最低），会员体系和 IT 系统优良，品牌矩阵全面丰富，短期疫情等影响下盈利承压，中线系非常优秀的投资品种；A 股建议关注**锦江酒店、首旅酒店**，前者客房规模排名第一，中端布局较领先，行业承压下依托大股东支持，本身经营和扩张能力有望进一步加速市场份额提升，其整合提速下后续潜力正在逐步释放；后者直营占比最高（2019 年底，公司直营店占比 19%，而锦江和华住均约 12%），短期虽然承压显著，但经济复苏时反弹弹性大，且后续也有望积极展店提速。

出境游：疫情下全面承压，后续仍需跟踪海外疫情进展

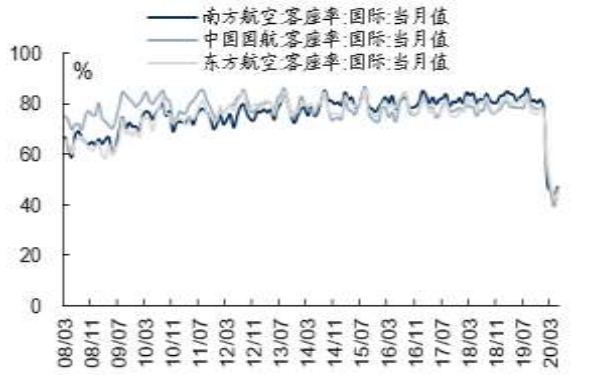
受海内外疫情影响，2020 年以来国际旅客单月运输量逐月下滑，2020 年 4 月更是创下单月历史新低 7.7 万人。2020 年 1-4 月全国民航累计完成国际旅客运输量 827.4 万人，同比下降 65.8%。从三大航国际/地区航线客座率变化来看，2020 年 1-5 月，南航、国航、东航的国际航线累计客座率分别为 67.3%、66.4%、67.7%，均显著低于 2019 全年水平（82.7%、79.2%、80.0%）。

图 43：2020 年以来全国民航国际航线客运量同比大幅受挫



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 44：三大航司国际航线客座率同比大幅下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

全球疫情影响下，各目的地均承压

港澳游：2020 年以来，受疫情期间港澳入境管制政策影响，1-4 月港澳游人次同比跌幅持续扩大，单月旅游人数接连创历史新低。2020 年 1-4 月赴港、澳累计人次同比增速分别为-85.8%、-76.5%，明显低于去年同期（16.1%、21.0%）。其中，4 月赴港游客仅为 2947 人次，赴澳游客为 1.05 万人，均创历史单月游客数量新低。目前来看，香港、澳门入境政策仍较为谨慎，短期对赴港、澳游仍会有一定影响。

日韩游：2020 年 1-4 月赴日本、韩国累计人次同比增速分别为-64.7%、-66.8%，明显低于去年同期（10.2%、28.6%），近期日本和韩国将入境隔离 14 天政策进一步延长，预计仍然受制。

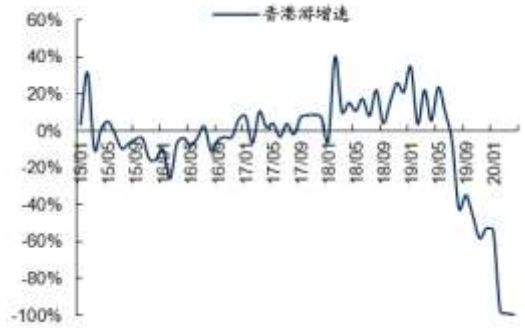
泰国游：2020 年以来，疫情影响下 1-4 月泰国游人次持续下跌 1-4 月赴泰累计人次同比下滑 69.0%，其中，泰国于 3 月 26 日进入全国紧急状态，因此整个 4 月份泰国外国游客入境数量为 0。泰国的国家紧急状态预计于 6 月底结束，但会限制部分严重国家和地区入境。

表 19：出境游目的地最新入境管制政策

国家或地区	管制措施
中国香港	自 3 月 25 日起，14 天之内没有国外旅行史的内地人员入境需接受强制检疫 14 天，拒绝所持旅游签证有效期限或签注逗留期限不足 14 天的人员入境，目前内地人士入境须检疫 14 天的措施延至 7 月 7 日；自 6 月 1 日起，香港国际机场将分阶段恢复转机服务。
中国澳门	自 3 月 35 日起，禁止所有 14 天内曾到外国的内地居民入境澳门，14 天之内没有国外旅行史的内地人员入境需接受强制检疫 14 天；5 月 11 日 6 点起，珠海居民 7 日内核酸检测健康并持有澳门健康绿码，可前往澳门无需进行 14 天医学观察。
韩国	自 4 月 1 日起，要求所有入境人员必须实施 14 天的居家或集中隔离，来韩长期居住的外国人需居家隔离 14 天，而来韩短期停留的外国人则要求必须进行 14 天的集中隔离；自 6 月 1 日起，持外国人登录证人员在离境前需办理再入境许可，否则无法再次入境韩国。
泰国	自 3 月 26 日，除了外交官、国际货运运输业者以及特许人员外，泰国所有陆海空边境口岸禁止外国人入境，该政策延至 6 月 30 日。自 6 月 10 日开始，允许拥有泰国工作签证的外国人在注册后进入泰国，但需进行 14 天的集中隔离。
日本	自 4 月 3 日起，禁止 111 个国家和地区的外国人入境，该政策延至 7 月末。
美国	自 2 月 2 日起，任何过去 14 天到过中国的外国人，禁止进入美国。

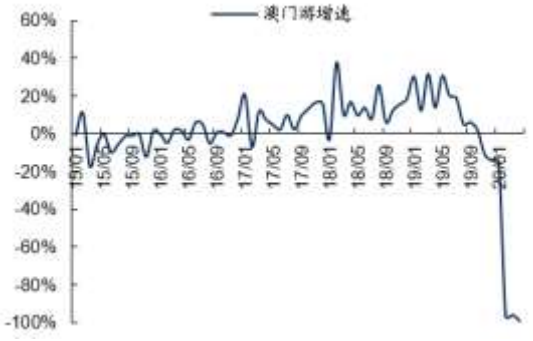
资料来源:澳门海关、泰国世界日报公众号等，国信证券经济研究所整理

图 45：2015 年以来香港游人数及变化



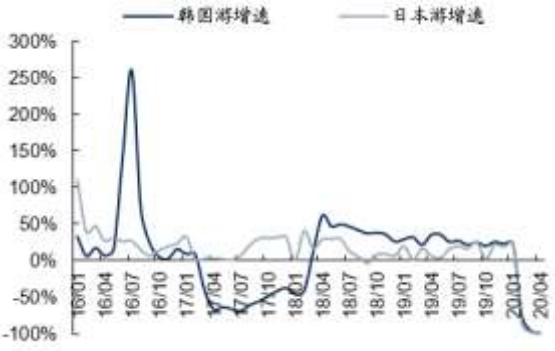
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 46：2015 年以来澳门游人数及变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 47：2015 年以来日韩游人数及变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 48：2015 年以来泰国游人数及变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

考虑全球疫情影响下出境游的行业普遍压力，短期行业龙头凯撒旅业和众信旅游主业也相对承压，短期我们关注其业务延伸。凯撒旅业：2019 年 9 月陈小兵系重回实控人，未来有望与二股东海航系资源协同共谋发展，目前拟涉足免税业务布局，通过参股中出服市内免税店、迁址三亚强化海南布局、定增引入文远基金（建投华文 GP+三亚政府 LP）、京东、华夏人寿等强力战投持续加码免税，在海南自贸港官宣及所得税优惠利好下，若后续其在海南免税等有所突破，则后续未来成长有望迎来新看点；**众信旅游**：疫情下积极应对，一是强化成本费用控制，二是拓展周边游或其他衍射产品，三与中免达成战略合作框架协议，未来在客流、境外目的地等方面开展“旅游+购物”业务，此外还涉足 MCN 等业务布局，疫情全面挑战下积极追求业务多元化抵御风险。

图 49：众信旅游推出国内周边游产品



资料来源：众信旅游官网，国信证券经济研究所整理

图 50：定增后凯撒旅业股权结构

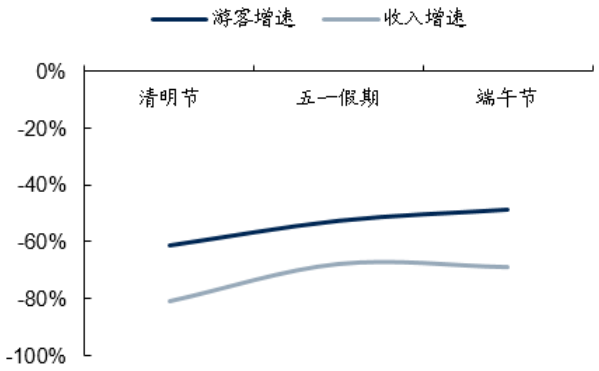


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

国内游：疫情下阶段承压显著，但环比正逐步趋于复苏

今年以来，受疫情影响，国内旅游人数全面下滑，但随着 Q2 以来复工复产推进，环比开始逐步有所复苏。中国旅游研究院显示，2020 年清明、五一、端午全国国内旅游接待总人数分别为 0.43 亿、1.15 亿、0.49 亿，分别同比下滑 61.4%、52.8%（可比口径）和 48.9%，旅游收入分别同比减少 80.8%、67.7%（可比口径）和 68.8%。整体来看，国内疫情发展初期，国内游同样受到较大影响，但后续随着国内疫情防控形势向好，各地陆续下调疫情应急响应等级，游客出游情绪逐渐回暖，虽然 6 月北京区域疫情有所扰动，但整体预计仍相对可控，后续行业仍有望逐步回暖。

图 51：2020 年清明、五一、端午接待游客及旅游收入同比增速



资料来源:中国旅游研究院，国信证券经济研究所整理

重点景区跟踪：限流下仍有承压，但环比仍趋于稳步复苏。受疫情影响，多数景区目前仍执行 30%限流政策，短期内景区接待游客数难免受到影响。为助力疫情后景区客流恢复，部分省市推出免票政策，刺激人们出游需求。黄山市针对安徽省居民开展清明期间的“江淮大地串门游”活动，安徽省居民可享受包括黄山、宏村、 西递等旅游区在内的 31 家景区的门票免费政策；三亚市同样推出多项优惠政策。此外，随着国内整体疫情防控形势逐渐稳定，游客出游出游情绪也不断强化。

具体来看，清明/五一/端午假期期间，**张家界景区**分别接待游客 13.3/75.8/44.6 万人次，较去年同期减少 89.4%/45.8%/52.1%；**三亚南山景区**分别接待游客 0.6/3.7/1.9 万人，较去年同期减少 84.1%/44.1%/37.0%；峨眉山景区分别接待游客 0.9/4.9/2.0 万人次，较去年同期减少 81.9%/33.7%(端午去年同期数据未公布)。整体而言，国内疫情逐步得到控制，以周边游为主的国内游率先复苏，出游情绪的恢复与景区优惠政策，有望助力客流环比不断回暖。

表 20：2020 年清明、五一、端午重点景区出游数据

	清明节		五一		端午节	
单位：万人	客流	yoy	客流	yoy	客流	yoy
三亚免税店（进店人次）			8.2	-5.0%		
黄山	4.8	-41.5%	5.5	-51.0%		
宏村					0.8	-68.0%
西递					0.3	-77.0%
九华山	2.8	-73.0%	4.1	-81.2%	5.5	2.9%
乌镇			6.3	-79.2%		
张家界景区	13.3	-89.4%	75.8	-45.8%	44.6	-52.1%
三亚千古情					1.2	-78.4%
武当山	0.3	-96.7%	1.6	-90.3%	54.5	
峨眉山	0.9	-81.9%	4.9	-33.7%	2.0	
九寨沟					1.2	
南山	0.6	-84.1%	3.7	-44.1%	1.9	-37.0%
天涯海角	0.4	-88.0%	1.8	-58.8%	0.8	-55.4%
华山			2.0	-82.2%	1.0	
漓江景区（含排筏）			0.8	-92.3%		
故宫博物院			12.5	-60.9%		

资料来源:各省市旅游局，国信证券经济研究所整理

重点省市：高频跟踪下继续回暖。具体看各省的高频出游数据，北京市旅游景点 Q1 累计接待游客 2478.5 万人，同比下滑 59.6%，4 月接待游客 1203.1 万人，同比下滑 61.5%；杭州市（西湖）Q1 累计接待游客 91.0 万人，同比下滑 75.4%，4 月接待 54.2 万人，同比下滑 65.2%，其余省市出游数据具体如下表所示，包括三亚市、珠海市、广西、福建省国内游市场降幅环比持续有所改善，整体来看，随着国内疫情的逐步得到控制，以周边游为主的出游需求有望带动国内游市场环比持续复苏。

表 21：1-4 月及节假日重点省市客流表现

	Q1		4 月		清明节		劳动节		端午节	
单位：万人	客流	yoy	客流	yoy	客流	yoy	客流	yoy	客流	yoy
北京旅游区	2478.5	-59.6%	1,203.1	-61.5%	<瞬时承载量30%	-70.0%	463.3	-45.0%	135.0	-76.8%
杭州市（西湖）	91.0	-75.4%	54.2	-65.2%	76.0	-70.2%	88.1	-65.7%		
湖南	8381.4	-55.8%	4,143.1	-36.2%	541.8	-60.4%	1972.9	-15.0%	1152.7	-27.1%
珠海	208.5	-66.4%	79.0	-62.7%			85.8	-55.5%	51.0	-36.6%
三亚	221.3	-64.2%	68.6	-58.8%	29.5	-47.7%	30.4	-19.5%	17.4	-14.3%
甘肃（嘉峪关）	15.6	-77.3%	14.6	-73.3%	170.4	-87.5%	1060.0	-35.8%	235.0	
广西	5240.0	-73.0%					737.6	-51.1%	430.3	-54.3%
福建					110.1	-78.9%	1153.1	-33.6%		
山西					699.4	-27.5%	1128.1	-71.7%	628.9	-65.5%
重庆（景区）					659.4	-12.9%	415.8	-83.8%	266.0	
四川（景区）					313.4	-88.3%	689.0	-84.1%	387.8	-54.0%
云南							996.6	-33.2%	606.6	-23.8%

资料来源：各省市旅游局，国信证券经济研究所整理

职业教育：从 1 到 2、从 2 到 3、从 3 到 N 的平台孵化能力可能超预期

中公教育基本面：上半年疫情拖累，预计下半年将迎来收入确认高峰期

今年 Q1，受疫情影响，2、3 月公司线下授课基本全部暂停；同时受部分招录活动及考试推迟影响，部分培训业务的预收款在 Q1 未达到收入确认条件，综合作用下公司 Q1 收入同比下滑 6.22%。再加上公司疫情期间厉兵秣马扩招教师，为后续业务复苏及扩张做准备，综合作用下扣非业绩下滑 27.83%。Q2，随着招录逐步复苏，以及公司 Q1 末预收款增长相对良好（同增 29%）支撑，预计 Q2 较 Q1 经营环比有所改善，但增长预计仍受招录考试进度限制。参考陆续公布的省考笔试时间和国考面试时间，预计 6-8 月将迎来笔试、面试高峰期，

因此 Q3 可能会迎来收入确认高峰。整体来看，若后续疫情稳中向好、招录逐步放开，在各赛道招录扩招、考生培训相对刚需背景下，公司 2020 全年经营预计仍相对有支撑。

具体来看各赛道扩招情况，1）国考扩招 66%。**2）**结合目前已公告省份的招录规模，山东、海南、北京、江苏等 11 省市招录人数**合计扩招 50%+**（详见下表），再结合国考扩招规模，我们预计 2020 年**省考有望扩招 30%-50%**。**3）事业单位及教师、医疗等公共服务岗**有望扩招，且需求刚性吸引力上升；2 月 25 日国务院常务会议也明确指出要增加基层医疗、社会服务等岗位招募规模，此序列有望成为基层和下沉版的第二个事业单位。**4）**教育部预计硕士**研究生**扩招 18.9 万，扩招比例超 20%，公司已储备 1000 余名专职师资。公司渠道及研发实力突出，有望率先受益于各招录扩容。

表 22：部分省市区 2020 年公务员招录情况

	公告时间	招录人数（人）	扩招规模	公共科目笔试时间
河南	2020 年 6 月 10 日	9837	32%	2020 年 7 月 25 日、26 日，8 月 22 日
内蒙古	2020 年 6 月 9 日	7270	394%	2020 年 7 月 25 日
四川（上半年）	2020 年 6 月 8 日	5455	127%	2020 年 7 月 25 日、26 日
福建	2020 年 6 月 5 日	3724	51%	2020 年 7 月 19 日
山东	2020 年 4 月 24 日	7360	142%	2020 年 7 月 26 日
浙江	2019 年 12 月 13 日	4831	0%	2019 年 12 月 7 日
江苏	2019 年 10 月 25 日	7985	23%	2019 年 12 月 7 日
上海	2019 年 11 月 5 日	3803	22%	2019 年 12 月 8 日
北京	2019 年 11 月 15 日	3620	12%	
湖北	还未开始招录	6828	20%	
海南	还未开始招录	1566	122%	2020 年 8 月 22 日
云南				2020 年 8 月 22 日
湖南				2020 年 8 月 22 日
青海				
安徽	6、7 月发布			2020 年 8 月下旬
甘肃				
广东	确定扩招			

资料来源：各地公务员局、人事厅等，国信证券经济研究所

成长看点：短看招录、中看学历提升、长看职业技能，递进发展

疫情不改此后成长逻辑。结合我们今年 3 月底外发的中公教育深度报告《我们到底在看好公司的什么？》，公司目前已形成了**招录板块、学历提升、职业技能提升培训三大板块，呈现递进式发展**。

图 52：公司业务覆盖三大板块，100 多个细分品类



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 53：公司三大板块可互相协同，递进式发展



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

一看招录板块，目前公司是招录培训板块 NO.1，今年上半年受疫情影响收入确认节奏被推迟，但全年预计仍有支撑；未来 5 年参培率/客单价提升有望助推招录市场翻倍，**公考、事业单位、教师类培训单个赛道预计可达到 200-300 亿左**

右，市场加速集中下公司招录收入空间上看 300 亿，此外服务类综合招录规模有望达到 80-100 亿。**二看考研等学历提升业务**，共享招录客群优势，教研打磨+高校渠道扩张破局，2020 年扩招 19 万催化，5 年后公司规模有望 50 亿，比肩 2019 年公考。**三看技能培训**（例如医学资格、建造师、IT、财会等），共享招录/考研的教研/客群，**5 年公司规模有望展望 20 亿，比肩 2019 年**教师招录。

基地布局方面有序推进，初具规模。上市以来，随着公司品类的拓展丰富，公司开始逐步布局基地建设，通过直接购买大楼或买地自建等方式，具体如下表所示。**基地主要布局公司收入大省，有助于提升产品供给能力和公司形象。**从公司已建成和在规划中的培训基地来看，公司在华东/东北/华北的基地密度最高（北京 3 家，山东 2 家，安徽、江苏和辽宁各 1 家），华东/东北/华北对收入的贡献作用亦最大（2019 年三地贡献收入比例 25.0%/17.5%/16.4%）。此外，公司还在华中/华南/西北/西南的核心城市武汉/广州/西安/成都设立基地，加强区域辐射作用。基地的使用**有助于改善公司产品供给能力（比如长培训周期产品），提高产品性价比，支撑考研、IT 等新业务爆发；而且随着公司产品的丰富，基地的利用率也会提高；基地也可以作为公司培训员工的场所**。

表 23：公司部分基地布局

时间	区域	金额（亿元）	面积	方式	用途
2019 年 6 月	湖南长沙	2.00	/	与湖南轻盐公司共同投资	湖南区域公司总部及一站式学习基地
2019 年 9 月	山东济南	2.28	1321 亩	拍卖拿地	一站式学习基地等、中公图书智能化仓储总部
2019 年 9 月	安徽芜湖	15.00	10 万㎡	与政府合作	安徽航空职业技术学院暨中公教育华东区域职业培训基地
2019 年 12 月	辽宁抚顺	1.73	/	收购辽宁中成置地公司	辽宁区域总部及一站式学习基地
2020 年 2 月	陕西西安	3.83	2.35 万㎡	购买建筑	陕西区域总部及一站式学习基地

资料来源：公司公告、微信公众平台，国信证券经济研究所整理

图 54：中公教育已建成及其规划中的培训基地



资料来源:公告公告、百度地图，国信证券经济研究所整理
注：红色为已建成基地，黄色为规划建设汇总基地.

K12 教育：政策监管趋严，利好龙头企业集中度提升

政策分析：K12 培训机构审批逐渐趋严，从办学资质、场所、师资、教学内容等方面从严要求。我们曾于研究框架系列之教育篇《教育在线流量井喷，商业模式加速进化》中对此方面政策有过详尽分析。2018 年以来教育部联合多部委对校外培训机构进行为期 1 年多的专项治理，并联合各省市，对国内校外培训机构逐一排查，重点审核机构**办学资质**（是否无证无照办学或有执照无证办学，且不得提前招生宣传）、**场所**（是否存在安全隐患，网点面积等）、**师资**（是否聘任在职教师，是否具有教师资格证）、**教学内容**（是否超纲教学，教学时间是否过长）等。同时，2017 年教育部发文严查中小学在职教师有偿补课及在外兼职补课现象；2018 年《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》明确

校外培训机构不得聘用中小学在职教师，进一步规范校外培训机构，加速行业分化。

行业政策的趋严，我们认为对 K12 培训机构影响主要包括以下三个方面：

1、异地扩张进度：目前主要是县级教育部门负责审批颁发办学许可证，根据行业反馈信息看，一是新开门店办学许可审批时间预计变长，且难度有所增加；二是招生前提为必须所有手续齐全，且不得提前招生，会拉长新店爬坡期。

2、日常经营成本：场所要求生均面积>3㎡，且消防安全等标准更为严格，从而物业选择支出会相应增加；其次门店须有独立师资团队，机构须投入相应成本打磨教研体系和师资培训。

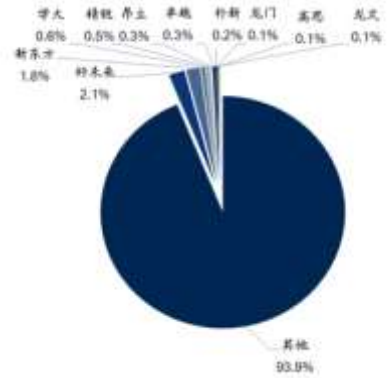
3、治理结构不规范的机构逐步出清，行业预计向头部企业集中：上述办学标准进一步明确，尤其是禁止在校教师兼职，中小机构短期内难以建立行之有效的教师培训体系，因而培训业务多数难以为继，本身生存空间压缩严重逐步出清，而对应学生资源、物业等预计会向当地头部机构集中。

表 24：K12 培训相关政策变化，2018 年来 K12 培训监管政策趋严

时间	部委	政策文件	说明
2014 年	教育部	《中小学教师违反职业道德行为处理办法》	对组织、要求学生参加校内外有偿补课，或者组织、参与校外培训机构对学生有偿补课的给予处分甚至解聘等
2015 年	教育部	《严禁中小学校和在职中小学教师有偿补课的规定》	各地教育部门要将在职教师是否组织或参与有偿补课，作为年度考核、职务评审、岗位聘用、实施奖惩的重要依据，实行一票否决制。
2017 年	教育部	《2017 年上半年中小学有偿补课治理专项调研与督查情况》	全国范围内开展督查行动，严查中小学在职教师有偿补课及在外兼职补课等
2018 年 2 月	教育部等	《关于加快推进校外培训机构专项治理工作的通知》	针对通知中指出的“存在安全隐患、证照不全、强化应试、培训结果与招生入学挂钩、非零起点教学、教师课上不讲课后到培训机构讲”等方面问题
2018 年 8 月	国务院	《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》	由省级教育行政部门会同有关部门研究制定本地校外培训机构设置的具体标准。市级差距大的可以授权地市教育行政部门来制定。同一培训时段内生均面积不得低于 3 平方米。在师资条件方面，提出校外培训机构必须有相对稳定的教师队伍，不得聘用中小学在职教师等。明确校外培训机构审批登记实行属地化管理，严格执行“先证后照”制度，必须证照齐全才能开展培训
2018 年 9 月	教育部等	《关于切实做好校外培训机构专项治理整改工作的通知》	省级教育部门会同有关部门抓紧完善校外培训机构设置标准，按照标准对培训机构逐一对标研判，明确整改具体事项和时间表，实行整改台账销号制度。
2018 年 11 月	教育部等 3 部委	《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》	各地教育部门要进一步加快办学许可审批进度，特别是重点审批学科类培训机构，2018 年底前不能存在无证无照还在开展培训的机构。组建备案审核专家团队，构建管理服务平台等
2018 年 12 月	教育部等 9 部委	《关于印发中小学生减负措施的通知》即减负 30 条	强调严格校外培训机构管理。提出了校外培训机构要依规登记诚信经营、严禁超标培训、严格教师聘用、严禁与升学挂钩、控制培训时间等 5 方面内容，再次强调对校外培训机构特别是从事学科知识类培训机构的管理，重申严禁给学生“增负”的要求，旨在进一步优化校外培训环境，减轻中小学生过重课外负担。
2019 年 7 月	教育部等 6 部委	《关于规范校外线上培训的实施意见》	强调备案审查，校外线上培训机构在取得 ICP 备案（电信业务经营许可等）、网络安全等级保护定级备案的证明、省级教育机构审核等

资料来源:国务院、教育部等官网，搜狐教育等媒体，国信证券经济研究所整理

图 55：K12 培训龙头 2018 年市场份额估算



资料来源：公司公告或官网等，国信证券经济研究所整理。
注：高思系估算，新东方仅估算 K12 收入等，行业规模参考 Frost & Sullivan 等

图 56：我国各区域部分代表 K12 培训龙头情况



资料来源：鲸媒体，国信证券经济研究所整理

竞争格局：2018 年 CR10≈6.1%，行业仍较分散。参考艾瑞咨询统计数据，2009

年行业两家头部公司学大教育、学而思营收行业占比仅为 0.26%、0.24%。2018 年，结合公司公告披露数据，行业 Top2 新东方、好未来合计市场份额未达 5%，前十强占比仅为 6.1%，行业整体格局仍较分散。**新进门槛相对不高**，且全国中小学生人群基数大且分布广泛，故 K12 课外培训市场高度分散；**同时全国性与区域性 K12 教培机构并存**。在早期新东方、好未来尚未全国扩张时期，区域性教培机构（北京高思教育、广州卓越教育集团）凭借自身多年深耕本地教材经验，打磨出与本地教材相配套的教研体系，率先站稳了脚跟。目前来看，K12 区域性龙头，依托自身差异化服务以及长期积累的客户基础，仍有望继续夯实区域基础并辐射周边，或寻求上市可能以保持自身竞争力。

A 股 K12 教育板块我们重点关注**立思辰**与**科斯伍德**:

立思辰: K12 大语文赛道龙头公司，1）**行业层面**，大语文赛道处于发展红利期，高考改革与语文教材统一背景下，语文单科重要性前置；此外中文未来创始人窦昕本身系大语文领域元老级人物，公司先发优势显著，未来借资金、品牌认知优势，有望实现与大语文标签深度绑定；2）**线下业务**，存量城市网点加密、跨区扩张双重支撑下，线下板块成长空间仍较大；3）**线上业务**，语文单科具备天然在线化优势（感性思维、可弱化互动），未来线上产品模型优化有望贡献增量业绩。疫情背景下，线下复课、传统业务剥离延迟、以及定增计划有所调整，短期公司发展节奏不排除受到一定影响，但从中线来看公司前述三大逻辑仍较为清晰，未来成长值得期待。

科斯伍德目前西安区域中高考升学服务龙头，短期复读封闭培训业务为内生增长主要动力，一看学费提价与班型结构优化带动生均收费提高；二看校区扩张，公司 6 月新增理工大学莲湖校区，未来规划扩至 10-12 个，同时复读业务行业政策相对利好，公立院校复读的取缔有利于复读培训机构的招生发展。中长期看，公司未来成长依赖校区的异地扩张，公司异地复制主打“职业技能+学科教育”的职高模型，理想状态 1.5-2 年盈亏平衡，但需跟踪新校区招生进度。总而言之，公司现有业务经营较为稳健，未来看点在西安扩校与外省复制，若异地职高模型验证跑通，将开启公司下一轮大的成长周期。

人力资源服务：疫情挑战下灵活用工迎新机遇，龙头成长可期

基本面：疫情进一步催化灵活用工行业，政策加持发展再多保障

疫情背景下就业承压，猎头及 RPO 业务受拖累，但部分灵活用工细分领域有望迎来新发展机遇。新冠肺炎疫情下，春节期间绝大多数企业停工，此后复工复产节奏推迟，人力成本成了停工企业的压力之一。另一方面，根据国家统计局及人社局数据，今年 2 月以来，我国城镇调查失业率及 31 个大城市城镇调查失业率均在 5.7%以上，高于去年同期（平均高 0.8pct-1.0pct），处于近年来较高水平。在此背景下，猎头和 RPO 业务受用工需求放缓影响承压明显，但企业用工需求转变以及疫情期间生鲜外送、外卖、医疗等行业用工需求增加，有望促进灵活用工行业的发展。

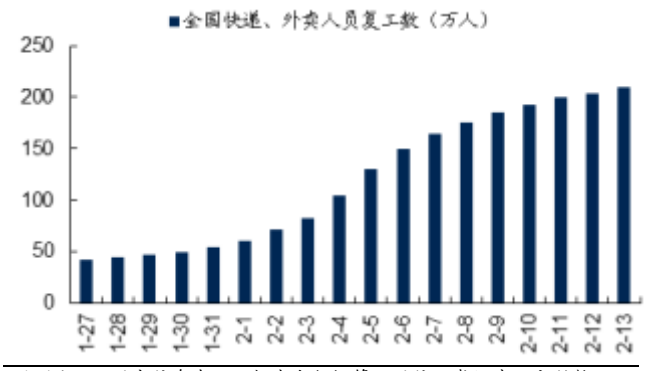
政策持续利好，鼓励灵活用工。新冠肺炎疫情对劳动关系领域带来了新的挑战，同时也孕育着新机遇。2 月 7 日**人社部等四部门**发布《关于做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控期间稳定劳动关系支持企业复工复产的意见》，**明确提出鼓励协商复工前的用工问题（有条件员工可通过电话、网络等灵活办公）、鼓励灵活安排工作时间。2020 年的《政府工作报告》**也表明“我国包括零工在内的灵活就业人员数以亿计，今年对低收入人员实行社保费自愿缓缴政策，涉及就业的行政事业性收费全部取消”。多地政府陆陆续续开始推行“灵活用工”，北京、深圳、浙江、天津等地，从用工形式、用工管理、保障机制、预防纠纷等方面给予了“灵活用工”政策支持。再加上此前放开户籍、降低个税、提高人才流动性等举措，为灵活用工方式提供了鼓励、保障的制度环境。

图 57：疫情发生后就业承压，失业率提升



资料来源：国家信息中心、极光大数据等，国信证券经济研究所整理

图 58：全国快递、外卖行业复工情况：复工先行者



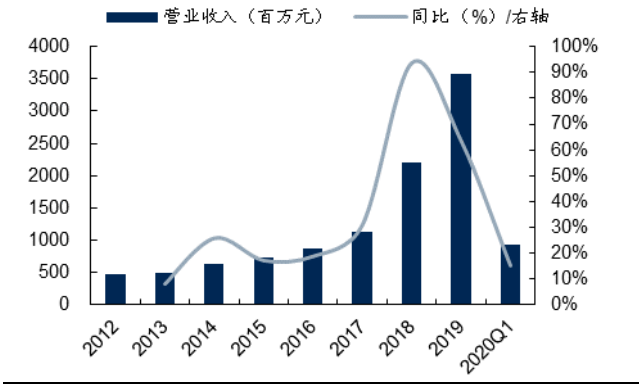
资料来源：国家信息中心、极光大数据等，国信证券经济研究所整理

个股看点：科锐、人瑞、万宝盛华各有千秋，有望受益于行业快速成长

科锐国际：技术驱动线上+线下服务一体化，加快海外布局。科锐国际通过技术和平台，不断聚合更多的企业和人才，实现线上技术与线下服务不断融合；线下，围绕**中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工**三大主营业务，线上形成 HR SaaS 云与垂直招聘平台、人力资源伙伴平台，打造“一体两翼”适应长尾客户需求。公司根据国内外业务发展和扩张需求不断深化网络化生态布局，截至 2019 年公司在国内 99 个城市及海外 7 个国家的 11 个城市和地区设立 109 家分支机构，服务超过 18 个细分行业、行成立超过 250 个的利润中心。

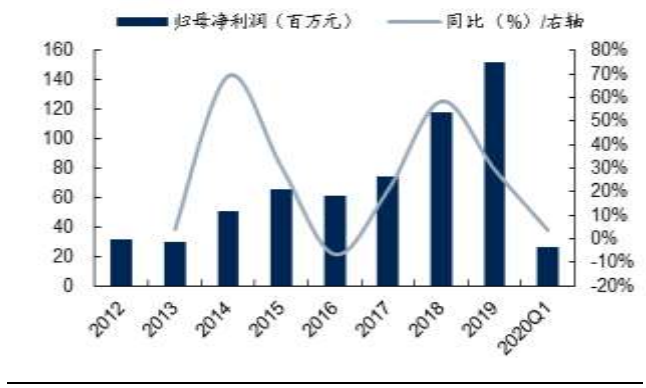
2020Q1 实现营收 9.23 亿元，同比增长 14.93%；归母净利润 2635 万元，同比增长 3.72%，但扣非后下滑 38.34%，主要系猎头及 RPO 业务拖累，但估算灵活用工业务仍维持较好增长，尤其是国内灵活用工业务。**预计短期猎头和 RPO 仍会受疫情及宏观经济影响，但国内灵活用工业务有望支撑，后续随着疫情改善、经济企稳，则其他业务有望复苏，弹性较好；中线持续看好灵活用工成长空间，且再融资新政有望加速行业整合。**

图 59：科锐国际营业收入及增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 60：科锐国际归母净利润及增速



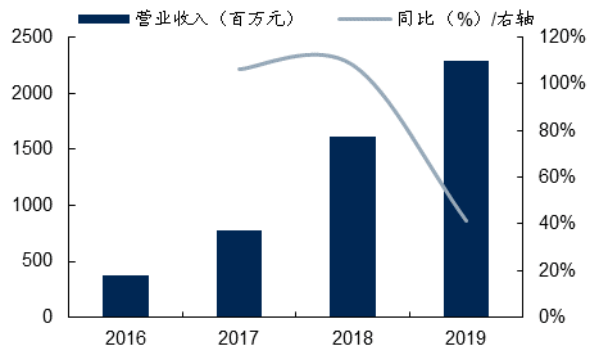
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

人瑞人才：灵活用工主导，发力新经济行业快速扩张。人瑞人才主要以灵活用工业务为主，2019 年贡献总收入的 94%，**以提供中低端职位的服务著称，涉及如接待员、秘书、客服代表、资料审查员、销售及服务人员及中高端信息技术研发人员等职位**。服务对象以新经济客户为主，涵盖腾讯、网易、字节跳动、小红书等方兴未艾的互联网企业，与新经济企业共成长，2019 年新经济行业客户带给公司的收入占比约为 **85%**。人瑞以数字化及新科技革新传统人力资源业务流程，其一体化生态系统服务全国客户，可更快速高效及大规模地解决现时中国用工难题。

公司营业收入从 2016 年的 3.76 亿元上升至 2019 年的 22.88 亿元，CAGR 达

57.02%；经调整净利润从-3350 万元上升至 2019 年的 1.34 亿元，扭亏并实现大幅增长。2020 年 Q1 预计部分受到疫情影响，但随着后续复工复产的推进以及客户的扩张，**伴随新经济客户的快速发展，公司成长依然可期**。

图 61：人瑞人才营业收入及增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 62：人瑞人才经调整净利润及增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

万宝盛华：背靠国际人力资源行业领跑者，全球化视野叠加本土经验为增长赋能。万宝盛华大中华有限公司成立于 1997 年，背靠大股东 Manpower（全球 TOP3 的人力资源服务龙头）背景，启航初期在香港和台湾开展业务，随后于 2003 年进军中国大陆。主营灵活用工、猎头、招聘流程外包、人才管理及培训发展等，覆盖人力资源服务的全生命周期，存在明显的内部协同效应。因其大股东背景，万宝盛华有部分客户优势，但其在大陆业务占比不到 50%（2019 年），也一定程度上影响了增长。

公司营业收入从 2016 年的 16.25 亿元上升至 2019 年的 30.42 亿元，CAGR 为 16.98%；经调整净利润从 6526 万元上升至 2019 年的 1.3 亿元，CAGR 18.79%。相比科锐国际和人瑞人才，万宝盛华的内生增速相对略低，主要与其所服务行业和区域（港澳台业务占比高，但成熟市场增速慢）有关。**未来主要关注其在大陆的业务发展。**

图 63：万宝盛华营业收入及增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 64：万宝盛华经调整净利润及增速



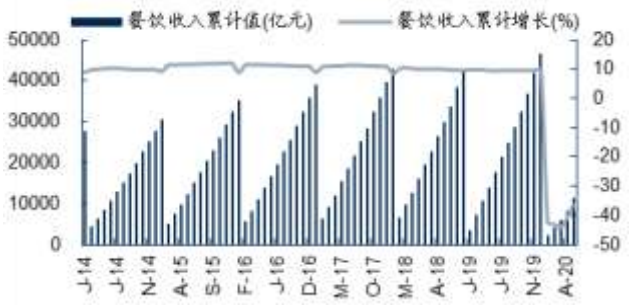
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

餐饮：1-5 月餐饮收入累计同减 36.5%，行业环比逐步复苏

根据国家统计局公布的数据，今年 1-5 月餐饮收入累计同减 36.5%，受疫情影响，较去年同期 9.3%的累计增速降低 45.8pct。其中，Q1 餐饮收入累计同比-44.3%，较 2019 年 Q4 的 15.5%大幅下降；4、5 月疫情逐步得到控制，叠加居民出行情绪回暖，4-5 月累计同比-23.0%，降幅较 Q1 增速收窄 21.3pct。**从限上单位消费品零售额情况来看**，1-5 月累计增速同比-33.9%，其中 Q1 同比

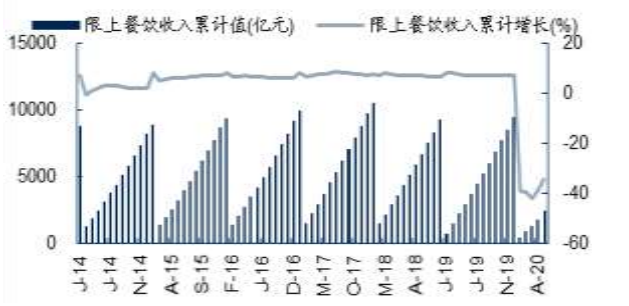
-41.9%，环比较 2018 年 Q4 的 0.6%大幅下降；4、5 月累计同比-20.4%，降幅较 Q1 增速收窄 21.5pcts。整体来看，疫情期间餐饮行业受影响承压明显，但随着疫情逐步得到控制、行业复工复产逐步推进以及各地消费政策刺激下，行业经营情况有望持续好转。

图 65：1-5 月社会消费品零售总额餐饮收入累计-36.5%



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理
注释：1-2 月国家统计局合并计算增速，故图中 1 月、2 月增速用当年 1-2 月累计增速代替。

图 66：1-5 月社零总额限上餐饮收入累计-33.9%



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理
注释：1-2 月国家统计局合并计算增速，故图中 1 月、2 月增速用当年 1-2 月累计增速代替。

疫情停业短期经营有所承压，龙头疫情后稳步恢复。自 20 年 1 月下旬国内爆发新冠疫情后，**海底捞、九毛九**自 1 月 26 日关闭全部门店，**呷哺呷哺**同样对湖北区域门店实行关店。我们曾在专题报告《疫情影响系列专题二暨 2019 年报前瞻：子板块影响详细估算，外部环境冲击不改经营能力底色》中进行过测算，海底捞、九毛九 Q1 刚性支出在 1 亿元左右，呷哺呷哺在 4000 多万，短期门店停业预计会对餐饮企业现金流产生一定影响（颐海国际关联业务同样受到影响），4 家公司股价也出现不同程度回调。3 月中旬以来，海底捞、九毛九及呷哺呷哺门店纷纷复工，翻座率预计也逐步有所回升，虽然 6 月阶段扰动，但整体趋势预计仍有望逐步向好。配合各地出台的消费政策刺激，餐饮龙头经营环比稳步回暖，在复工推进行业复苏预期下，上述餐饮龙头 4、5 两月股价也明显反弹。

表 25：港股上市餐饮企业疫情下复工进度

公司	复工节奏
海底捞	1 月 26 日起全部门店关闭，2 月 15 日恢复外卖业务，3 月 12 日堂食陆续恢复（首批 85 家门店），截至 4 月底全国除部分区域外 95%门店复工
呷哺呷哺	疫情期间对湖北区域城市门店进行闭店安排，自 3 月开始，呷哺呷哺也在各地陆续开启正式复工
九毛九	1 月 26 日起全部门店关闭，2 月 24 日太二开启外卖业务，3 月 18 日堂食陆续恢复，3 月底时太二门店翻座率已逐步恢复开始接近此前水平。
颐海国际	关联方业务（海底捞门店停业）预计会受疫情影响，第三方业务（2C 为主）火锅底料及中式复合调味料表现亮眼

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

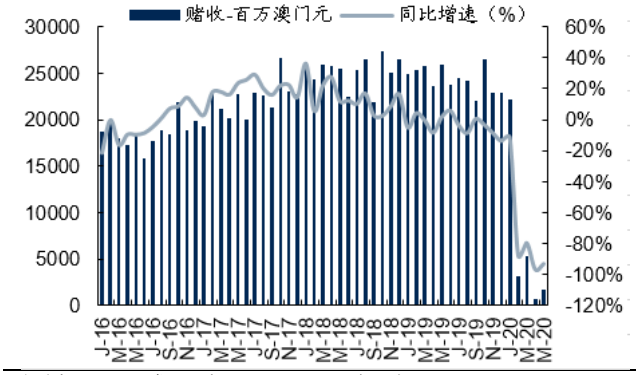
博彩：1-5 月赌收累计同减 73.7%，5 月环比有所复苏

2020 年 1-5 月，澳门博彩累计毛收入为 330 亿元，同比下滑 73.74%，主要系新冠疫情影响赴澳游客减少所致。其中，1-4 月澳门博彩累计收入同比下滑 68.7%，5 月博彩收入虽同比下降 93.2%，但环比增 134.0%，主要与疫情得到有效控制下澳门放宽入境人员限制和核酸检测政策有关。随着国内疫情进一步得到控制，未来不排除分阶段放宽旅游限制的可能。据阿思达克财经网预测，假设在当局将分阶段放宽旅游限制前提下，澳门 6 月赌收预计可改善至 25 亿元，7 月赌收预计可进一步可明显改善至 165 亿元。

疫情冲击下，博彩龙头股价也从 1 月中旬开始承压，进入下行通道，直到 4 月国内疫情得到初步控制，行业复苏预期下股价开始恢复性增长，具体看 3 月底以来，新濠国际发展、澳博控股、美高梅中国及银河娱乐股价分别上涨 41.9%、

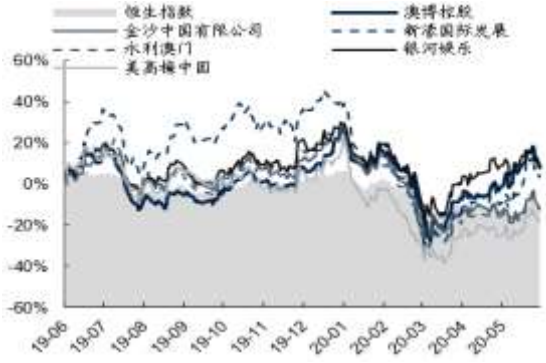
38.1%、26.0%、25.4%，远远跑赢同期恒生指数+0.7%。预计未来随着疫情持续好转和澳门入境政策的进一步放松，博彩经营的回暖有望带动股价平稳回升。

图 67：2020 年 1-5 月同减 73.74%



资料来源：澳门博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

图 68：博彩龙头 2019 年下半年以来股价表现



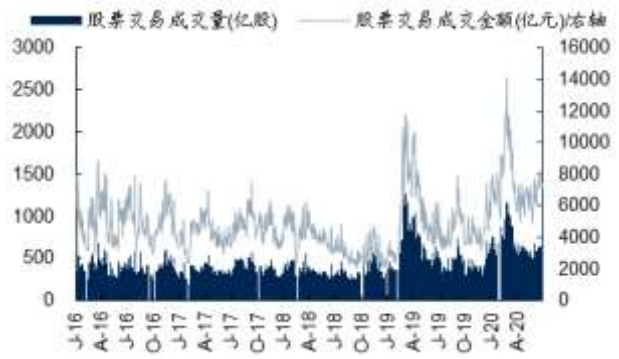
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中期策略：坚守好赛道强龙头，兼顾行业复苏节奏

资金面：疫情下股市成交及新基金发行活跃，外资整体净流入

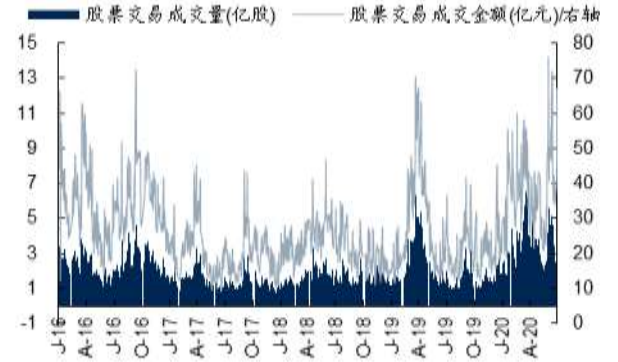
2020 年以来，股票市场成交量及金额均呈现波动上升的趋势。从 A 股整体来看，春节前成交额整体呈上升态势，后虽有疫情影响，但成交依旧活跃，4-5 月受疫情海外蔓延等影响成交额有所回落，但 6 月之后又逐渐提升，整体来看成交仍然比较活跃。具体看休闲服务行业，成交量和成交金额趋势类似，特别地，成交金额在 6 月步入高峰，6 月 2 日达到峰值 75.9 亿元，之后持续维持在高位，主要系中国中免等带动。从基金发行情况来看，今年以来股票型和混合型基金发行规模可观，明显高于过往平均水平，侧面显示 A 股较受增量资金关注。

图 69：全部 A 股成交量及成交金额情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 70：SW 休闲服务行业成交量及成交金额情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

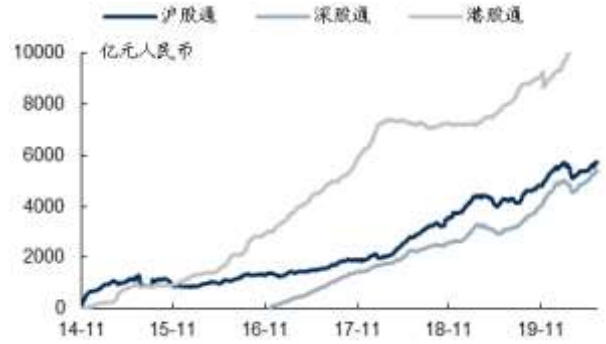
图 71：股票型+混合型基金发行情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

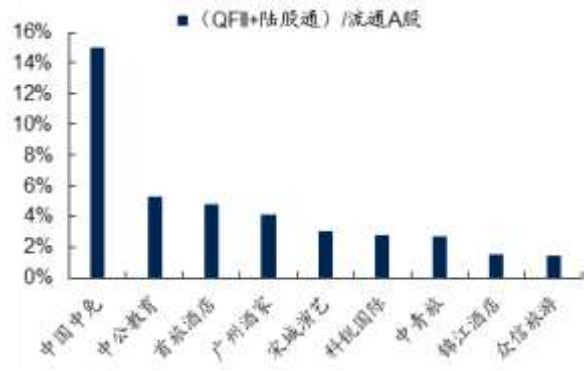
今年上半年外资整体呈现净流入态势。外资方面，2017 年以来，A 股外资净流入开始逐步增加，从而进一步对 A 股话语权和持仓风格产生影响，大白马行情的涌现，既有此前估值和业绩自身的轮动，也有外资流入增加和市场学习效应放大外资占比带来的影响。今年以来，虽然疫情阶段有扰动，但整体外资仍然呈现净流入趋势。具体来看，今年初外资处于净流入状态，进入 3 月份后，受国际疫情蔓延影响，外资流入减少；但 6 月份以来外资又有所回流反弹，**今年以来截至 6 月 29 日，陆股通累计净买入 1182 亿元。**

图 72：沪/深股通与港股通资金累计净买入情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 73：境外资金持股数量占流通 A 股比例（截至 2020Q1）



资料来源：Wind，公司资料，国信证券经济研究所整理

中期投资策略：坚守好赛道强龙头，兼顾行业复苏节奏

十年轮动看成长，“赛道+格局+质地”系核心。结合我们此前策略报告等的相关分析，我们整理 2010-2020H 近十年社会服务各相关子板块的轮动表现如下图所示。总体来看，过去十年间，虽然市场风格切换下板块不同子行业轮动，有起有落。牛市关注商业模式与成长潜力，熊市更关注竞争壁垒、业绩兑现与确定性、估值水平。综合来看，我们认为，**拉长时间轴，虽然宏观经济有起落，市场风格时有切换，但赛道优质、高壁垒、竞争格局占优以及可复制扩张的细分龙头长期仍然胜出。**

图 74：过去十年旅游各子板块轮动（蓝色代表阶段股价较强表现）



资料来源：Wind，公司资料，国信证券经济研究所整理
说明：横轴系时间轴，标注蓝色即当年获得明显超额收益/绝对收益；其中凯撒和众信 2020H1 有市值较低，免税和其他概念带动的因素，并非因出境游主业影响。

疫情之下再论成长。今年来看，受本轮国内外疫情影响，社会服务各子行业均面临前所未有的挑战。线下业务的全面停摆，出游情绪的制约，景区限流等措施下，无论是旅游还是教育机构，短期线下业务收入均显著承压，而租金、人工等刚性成本影响下制约盈利，并带来一定现金流压力，中小企业尤其如此。

疫情加速行业分化，政策利好及线上布局等疫情相对受益板块值得关注。疫情压力之下，对于部分行业龙头，在面临重重挑战的同时，也可能隐含着新的机遇。对免税、教育行业等龙头而言，一**是疫情下有望加速其政策利好**，如国内免税行业有望持续政策利好，且因海外疫情影响有望受益消费回流，职教考研培训行业则因疫情下的就业压力有望持续受益扩招等；**二是线上业务有望迎来全新机遇**，其中免税龙头开始积极强化电商业务布局，教育龙头加速在线教育布局，受益行业渗透率提升等，从而有望助力相应龙头中线成长。

疫情受损板块，建议短跟趋势变化，长看龙头集中。对于演艺、酒店、景区等龙头而言，短期建议跟踪国内行业复苏，相应龙头有望伴随行业景气复苏环比改善。但中线来看，在相关行业承压的同时，也不排除加速行业出清，其中龙头依托本身资金流、业务模式等优势，通过不断巩固和强化自身优势，也有望中线加速行业集中。此外，对于演艺龙头宋城演艺而言，虽然疫情下短期承压，但伴随公司自身新项目的持续落地和演艺集群模式的新探索，具有自身阿尔法逻辑支撑，也有望带来长期成长新看点。**简言之，这些板块，虽然疫情会扰动其阶段成长节奏，但不改龙头中线逻辑，且疫情后加速行业出清也带来上述板块龙头成长新机遇。**

维持板块长线“超配”评级。目前来看，虽然海外疫情仍有不确定，但消费回流下相对利好免税等龙头成长。目前国内复工复产正全面推进，中小学陆续开始复学，虽然短期北京区域阶段疫情有所扰动，但从中线趋势来看，行业恢复节奏开始逐步明朗，疫后经济建设及促进内需消费政策力度正在强化。总体来看，虽然疫情下今年行业承压难免，但环比均开始趋于改善。中长线来看，免税、演艺、酒店、教育等行业龙头成长逻辑仍有较强支撑。

展望下半年，综合成长格局、业绩确定性和短期催化，我们一方面仍继续重点战略配置中长线成长逻辑清晰，赛道+格局+质地优良，疫情下可部分受益的部分龙头，如：**中国中免、中公教育、立思辰、科锐国际、凯撒旅业（预期）**等；与此同时，从增量资金后续可能关注中线成长、复苏逻辑与估值水平差异化选股的思路，我们也建议积极关注**宋城演艺、锦江酒店、首旅酒店**等龙头。综合来看，中长线坚守“赛道+格局+质地”的龙头成长中枢，我们重点推荐：**中国中免、宋城演艺、中公教育、锦江酒店、立思辰、首旅酒店、科锐国际、凯撒旅业、科斯伍德、广州酒家、众信旅游、天目湖、中青旅、美吉姆、峨眉山 A、黄山旅游等。**

风险提示

宏观经济、重大自然灾害，传染疫情及地缘政治波动等系统性风险

上市公司新项目进展可能低于预期

政策利好可能低于预期或政策相对可能不利于上市公司发展

市场竞争加剧导致龙头表现可能低于预期

公司治理风险或国企改革可能低于预期

民企股东减持风险及资金风险

并购商誉风险或长期股权投资减值风险

汇率大幅贬值风险。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
			20/07/03	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
601888	中国中免	买入	182.75	2.37	1.90	3.64	77.08	96.18	50.21	21.98
300144	宋城演艺	买入	18.80	0.51	0.21	0.64	36.69	88.97	29.50	5.80
002607	中公教育	买入	27.65	0.29	0.38	0.51	94.50	73.27	54.70	57.73
600754	锦江酒店	买入	32.48	1.14	0.85	1.32	28.48	38.15	24.53	2.47
300010	立思辰	买入	20.41	0.04	-0.04	0.41	525.14	-	49.78	5.37
600258	首旅酒店	买入	16.61	0.90	0.05	0.95	18.54	310.28	17.46	2.01
300662	科锐国际	增持	46.62	0.84	0.92	1.22	55.82	50.58	38.31	11.67
000796	凯撒旅业	买入	13.89	0.16	-0.10	0.18	88.77	-	77.21	5.03
300192	科斯伍德	增持	17.90	0.33	0.61	0.76	54.24	29.35	23.46	7.22
603043	广州酒家	买入	31.47	0.95	0.87	1.32	33.10	36.38	23.80	6.52
002707	众信旅游	增持	8.44	0.08	-0.10	0.21	108.14	-	39.81	3.50
603136	天目湖	增持	25.80	1.07	0.79	1.29	24.11	32.66	20.00	3.62
600138	中青旅	买入	10.30	0.78	0.20	0.88	13.12	50.64	11.70	1.22
002621	美吉姆	增持	6.25	0.20	-0.18	0.23	31.25	-	27.17	4.30
000888	峨眉山 A	增持	5.82	0.43	0.06	0.44	13.56	95.01	13.35	1.30
600054	黄山旅游	增持	8.39	0.46	0.10	0.50	18.24	88.11	16.76	1.50
002159	三特索道	买入	10.79	0.08	-0.12	0.39	134.88	-	27.46	1.56
000978	桂林旅游	增持	4.69	0.15	0.13	0.24	31.27	36.08	19.54	1.08
002033	丽江股份	增持	6.07	0.37	0.09	0.38	16.39	64.46	16.13	1.37
300178	腾邦国际	买入	3.16	0.57	0.59	0.76	5.54	5.36	4.16	0.69

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032